

RELAZIONE DI STIMA
DEL PATRIMONIO SOCIALE

Società CEM AMBIENTE S.p.A.

a cura dell'esperto

Corrado Colombo
Dottore Commercialista - Revisore Contabile
Via Carducci, 32 – 20123 MILANO

Premessa

1. Scopo della valutazione
2. Storia e caratteristiche peculiari della società
3. Scelta del metodo di valutazione del Capitale Economico
4. Struttura patrimoniale della società
5. Valore degli intangibles e loro considerazione all'interno del processo valutativo
6. Conclusione

* * *

RELAZIONE DI STIMA PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL PATRIMONIO SOCIALE DELLA CEM AMBIENTE S.p.A.” CON SEDE IN CAVENAGO BRIANZA (MB) –

Il sottoscritto Dott. Corrado Colombo, nato a Legnano (MI) il 20 gennaio 1959, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano, con Studio in Milano, Via Carducci 32, iscritto al registro dei Revisori contabili al n° 15164 ex D.M del 12 aprile 1995 pubblicato in Gazzetta Ufficiale 31 Bis, serie IV del 21 aprile 1995

premessato che:

- La direzione generale della Società **"CEM AMBIENTE S.p.A."**, ha conferito al sottoscritto, nella qualità di iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti della circoscrizione del Tribunale di Milano, l'incarico di valutare il patrimonio sociale della società.
- finalità della perizia richiesta è una determinazione oggettiva e documentata del valore della società, da utilizzarsi nella determinazione del sovrapprezzo da definire in caso di aumenti di capitale finalizzati all'ingresso nella compagine sociale di Enti pubblici territoriali che in questo modo intendono affidare alla stessa i propri servizi inerenti la raccolta e la gestione dei rifiuti; tale finalità non è quindi direttamente attinente alla normativa civilistica societaria, ma ha una finalità "economica" e di definizione di un valore oggettivo e adeguato, che tende a indicare un valore di scambio per le quote della società, secondo quanto previsto dalle dottrine economiche in materia, onde orientare secondo criteri di equità e indipendenza decisioni che riguardano soggetti pubblici.
- il sottoscritto attesta sottoscrivendo la presente relazione, la propria qualità di esperto indipendente, nonché la propria adeguata e comprovata professionalità attestata dalle numerose perizie di valutazione redatte nella propria attività professionale.
- Il valore da attestare è quello del "capitale economico" della società. La cessione non è finalizzata ad operazioni di realizzo o di fusione, ma all'ingresso di altri Comuni nel patrimonio della società a ulteriore completamento del suo progetto di efficientamento, quindi nella

valutazione saranno tenuti presenti elementi prudenziali che caratterizzano una scelta non “di mercato” coerente con l'impostazione della società.

- Il sottoscritto ha redatto più perizie sul medesimo oggetto, l'ultima in data 29.7.2020 ed altre in data 30.10.2019 e 30.10.2017; inoltre, in occasione delle opportunità previste dal D.L. 104/2020 in tema di rivalutazione dei beni aziendali, ha prodotto apposito parere a corredo della decisione di rivalutare presa dalla società in occasione del bilancio 2020; la presente perizia si deve intendere quindi, anche per ragioni di continuità ed equità nei confronti dei vari soggetti nel tempo coinvolti (i Comuni che negli anni sono entrati in società), come un aggiornamento, nel quale le precedenti valutazioni vengono mantenute, salvo diversa e motivata scelta, quanto a criterio, ed aggiornate in relazione agli aggiornamenti dei dati contabili e sostanziali.
- La data di riferimento della perizia è il 31 dicembre 2020.

Tutto ciò premesso il sottoscritto, in adempimento all'incarico conferitogli, a partire dalla documentazione esaminata, presenta la seguente

RELAZIONE DI STIMA

1. SCOPO DELLA VALUTAZIONE

L'analisi del perito deve appurare la reale consistenza del patrimonio aziendale, con particolare riferimento al valore di mercato o di scambio, e quindi indicare un valore di “capitale economico” calcolato secondo criteri rispettosi della dottrina e della prassi aziendali in materia, tenendo conto del settore in cui opera la società oggetto di valutazione della presente perizia e delle sue peculiarità legate all'attività svolta nei confronti dei propri soci enti pubblici territoriali.

I criteri dell'analisi saranno quindi i principi contabili che stanno alla base della valutazione di un'azienda in funzionamento, che trovano il loro fondamento nelle norme del Codice Civile attinenti alla valutazione degli elementi dell'attivo e del passivo, integrate con i principi contabili emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti. Quanto alla determinazione del valore dei beni immateriali d'impresa, la natura della valutazione effettuata li comprende e quindi dovrà essere prevista una congrua disamina.

2. STORIA E CARATTERISTICHE DELLA SOCIETA'

La società oggetto della perizia è la società CEM AMBIENTE S.p.A. con sede in Cavenago Brianza, Cascina Sofia – strada per Basiano; iscritta al Registro delle Imprese di Monza Brianza, sezione ordinaria, al numero 03965170156, capitale sociale Euro 16.342.816,00=, codice fiscale 03965170156 e partita IVA 03017130968, R.E.A. Monza 1518954. La società trae le sue origini dal Consorzio Provinciale Est Milanese per lo smaltimento dei RSU, costituito nel 1973 per provvedere alla raccolta, al trasporto ed allo smaltimento dei rifiuti domestici e dei rifiuti assimilabili, per un bacino di 40 comuni. La Società per azioni nasce il 25 giugno 2003 quando, per effetto dell'art. 35 comma 8 della Legge 448/2001, si dà corso alla trasformazione dell'ex Consorzio Pubblico di Igiene Ambientale in Cem Ambiente Spa.

La società ha una pluralità di soci, tutti Enti territoriali lombardi.

CEM AMBIENTE S.p.A. è una società che gestisce servizi pubblici "in house providing" su incarico dei propri soci, cui è rivolto almeno l'80% del fatturato, come previsto dall'art. 16 comma 2 del D.Lgs. 175/2016.

Il suo oggetto sociale desumibile dal Registro delle Imprese è incentrato *sulla gestione del servizio integrale di raccolta, trasporto e smaltimento dei rifiuti solidi urbani ed assimilabili agli urbani, anche provenienti da insediamenti produttivi, artigianali o industriali*. Si specifica inoltre, sempre secondo lo Statuto, *nella gestione del servizio di raccolta differenziata, nella trasformazione e smaltimento di rifiuti inerti e non assimilabili, nello smaltimento dei rifiuti tossico-nocivi*, e in tutte le altre attività tipicamente connesse a tale attività, come servizi relativi al monitoraggio dell'inquinamento, alla gestione della generazione di energia proveniente dai processi di smaltimento, alla progettazione e realizzazione e gestione di impianti, alle iniziative di educazione ambientale e a tutta l'attività, compresa quella amministrativa, connessa a queste attività principali.

I servizi sono quelli legati alla gestione in house, su incarico da parte dei Comuni soci, dei servizi di igiene urbana: raccolta rifiuti in forma differenziata, trattamento/recupero/smaltimento dei rifiuti,

spazzamento strade, gestione e conduzione delle piattaforme ecologiche comunali, cessione dei materiali recuperabili, servizi accessori quali, a titolo esemplificativo, di rimozione discariche abusive, servizi spot, educazione ambientale. La società gestisce inoltre gli impianti occorrenti per l'ottimizzazione dei servizi stessi, mentre ordinariamente affida a terzi lo spazzamento e la raccolta diretta sul luogo dei rifiuti.

La società è iscritta all'Albo nazionale dei Gestori Ambientali ed è munita di tutte le autorizzazioni amministrative necessarie per lo svolgimento della propria attività.

La società inoltre, tramite la propria partecipata 100% CEM Servizi S.r.l., interviene, avendo raggiunto una significativa e crescente quota di mercato, nel settore della raccolta e spazzamento diretto sul luogo dei rifiuti, mediante propri mezzi e dipendenti.

La società, contrariamente a molti soggetti economici, non ha subito danni o diminuzioni di valore per effetto della pandemia COVID, in occasione della quale, come tutte quelle del suo settore, ha continuato a lavorare senza particolari problemi, rappresentando anzi un forte elemento di aiuto e presidio nell'emergenza nazionale.

3. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

Oggetto dell'analisi valutativa risulta essere il capitale della società, che coincide con l'azienda. Tale grandezza può assumere diverse configurazioni a seconda delle differenti motivazioni che spingono ad effettuare le stime. Tra le possibili configurazioni di valore vi è quella di valore economico del capitale, determinato nell'ottica del potenziale investitore e quindi non esclusivamente in vista di operazioni che ne determinano il trasferimento. Il capitale non è più considerato capitale di funzionamento, cioè un aggregato di valori, ma assume un valore unitario, determinato in modo diverso dalla somma dei meri valori, anche se nel caso particolare, come vedremo, occorrerà prescindere da "rendimenti prospettici" che non appartengono alla logica della società se non in modo indiretto o in relazione alla partecipata.

La dottrina propone diverse metodologie di valutazione del capitale economico, distinte in:

- valutazioni di tipo assoluto, derivanti da formule valutative basate su elementi dotati di razionalità economica;

- valutazioni di tipo relativo, e cioè fondate su analisi comparative di mercato.

Per le valutazioni del primo tipo è possibile utilizzare diverse metodologie così classificate:

- metodi basati su **grandezze flusso**: metodi reddituali e metodi finanziari;
- metodi basati su **grandezze stock**: metodi patrimoniali;
- metodi **misti**: metodi patrimoniali-reddituali.

La valutazione di tipo relativo, invece, confronta i prezzi che il mercato esprime, derivanti dalle capitalizzazioni di borsa di società comparabili o dai corrispettivi relativi a negoziazioni aventi ad oggetto quote di capitale di società tra loro confrontabili. Nell'ambito di tali valutazioni trovano maggiormente impiego le metodologie basate sui multipli.

I procedimenti di stima possono essere ulteriormente qualificati a seconda che siano diretti alla determinazione in via immediata del valore del capitale netto (valutazioni *equity side*), oppure alla determinazione in via immediata del valore dell'attivo (valutazioni *asset side*).

3.1 Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio base per cui il valore dell'azienda (W) coincide col valore del suo patrimonio espresso a valori correnti (K), detto anche patrimonio rettificato.

Il metodo patrimoniale semplice considera solamente le componenti patrimoniali, materiali e non, che risultano dalla situazione contabile. Non prende quindi in considerazione elementi immateriali non contabilizzati quali ad esempio il *know-how*, l'immagine aziendale, il marchio, ecc.

Dal punto di vista tecnico occorre accertare il patrimonio dell'azienda/ramo, stimare il valore corrente delle attività e delle passività, rilevare le eventuali plusvalenze/minusvalenze sorte (differenza tra valori correnti e valori contabili). Il patrimonio netto rettificato risulterà quindi dalla somma algebrica della situazione patrimoniale con i valori contabili delle plusvalenze e/o delle minusvalenze accertate sui singoli valori patrimoniali tenendo conto del possibile impatto fiscale.

Se si passa al metodo patrimoniale complesso, la valutazione tiene conto oltre che dei valori correnti degli elementi attivi e passivi, anche delle risorse immateriali non iscritte a bilancio. Il capitale economico trova quindi espressione dalla somma di due elementi: patrimonio netto rettificato e valore dei beni immateriali non contabilizzati (marchi, brevetti, licenze, ecc.).

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore beni immateriali.

Questo metodo non tiene in considerazione la componente reddituale che influisce sul valore dell'azienda. Il suo utilizzo rimane prevalente in quei settori/aziende dove la componente patrimoniale è preponderante rispetto a quella reddituale, ne sono un esempio le immobiliari di gestione o le holding pure. Oppure, come vedremo più oltre, per le società come CEM Ambiente la cui dinamica reddituale non si concretizza, per ragioni legate alla *mission* aziendale, in risultati numerici.

3.2 Metodi reddituali (e finanziari)

I metodi reddituali si fondano sull'assunto per cui il valore del complesso aziendale dipende unicamente dalla sua capacità prospettica di produrre reddito.

I criteri reddituali soffrono nel caso in esame di una sostanziale inadeguatezza a descrivere la realtà aziendale, perché, caso non infrequente nel mondo delle società di natura e proprietà pubblica, non è il reddito lo scopo a cui la società tende né il principale criterio di giudizio della sua efficienza e della sua efficacia. Infatti, in linea con le indicazioni da sempre fatte proprie dall'Assemblea degli Azionisti, uno degli obiettivi prioritari della società, unitamente all'incentivazione e al continuo miglioramento dei sistemi di raccolta differenziata che è un obiettivo evidentemente extraaziendale, collegato alle esternalità positive prodotte dalla società e quindi al benessere sociale richiesto dall'ambiente circostante, è quello del massimo contenimento delle tariffe per i soci, che sono nel medesimo tempo i fruitori dei servizi. Quindi, nell'ambito di una primaria aspettativa di miglioramento del servizio in termini di qualità ambientale e di benessere del cittadino, in ogni caso l'indirizzo aziendale, nella programmazione dei budget previsionali, è fortemente orientato ad un ideale pareggio di bilancio, con tariffe dei servizi modulate in funzione della copertura dei costi, che mettono in secondo piano l'aspetto più prettamente lucrativo-reddituale. Quindi, non solo la società tende, più che a massimizzare l'utile, a ridurre le tariffe per i propri soci (il che sarebbe, teoricamente, assimilabile ad un aspetto reddituale), ma anche, a tariffe date, a migliorare continuamente la qualità del servizio reso; e anche questa variabile, pur misurabile attraverso i moderni mezzi di rilevazione del gradimento e della soddisfazione del "consumatore finale" cittadino dei comuni serviti, non può rientrare nella descrizione di reddito che viene presupposta dai metodi reddituali di valutazione. Non verranno quindi presi in considerazioni i metodi reddituali, neanche nella variabile costituita dai metodi finanziari, che sostituiscono ai redditi i flussi finanziari attesi, con l'eccezione della valutazione specifica della partecipata CEM Servizi che invece assume un tipo di attività e di aspettativa reddituale diversa.

3.3 Metodi misti

Nell'ambito dei metodi misti trova applicazione principalmente il metodo misto patrimoniale-reddituale. Tale metodo rappresenta una sintesi tra i due procedimenti esprimendo il valore dell'azienda attraverso la considerazione sia della consistenza patrimoniale sia della prospettiva reddituale.

All'interno dei metodi patrimoniali-reddituali, risulta più diffuso il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, dove il valore dell'azienda risulta:

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore avviamento.

La valorizzazione di un avviamento è stata caratteristica dell'ultima perizia complessiva stesa in relazione alla società. Le considerazioni sopra esposte sulla inesistenza di una "attitudine al reddito" tipica della società, che rendono difficile misurare e valutare l'avviamento inteso come capacità di produrre reddito, rendono necessario l'approfondimento di una problematica importante: la differenza esistente, in dottrina e in pratica, tra due concetti che non a caso, nelle definizioni economiche qui riprese, sono accomunati dalla semplificazione come lettera A: l'avviamento e i beni immateriali.

L'evoluzione della teoria economica valutativa negli ultimi anni ha visto sempre più crescere la distinzione tra i cosiddetti intangibles, ossia i valori immateriali, e il concetto di avviamento o goodwill che in genere, indicando tutto quanto rende il complesso aziendale in grado di generare redditi, ovviamente li contiene.

Nell'ottica del miglioramento del processo valutativo, per renderlo più affidabile e dimostrabile nei risultati, "è evidentemente più agevole spiegare i valori di alcuni noti marchi o di brevetti importanti che un enorme e generico goodwill"¹ In modo particolare, la valutazione separata degli intangibles risulta elemento particolarmente compatibile con tutte le valutazioni effettuate con i metodi misti patrimoniali-reddituali, dei quali risulta adeguato completamento. Queste considerazioni tra l'altro si basano sulla empirica dimostrazione dell'esistenza di valori di intangibles anche elevati e appetibili da terzi, presso aziende addirittura in perdita.

¹ GUATRI- BINI, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi 2005, pag. 155

Particolare importanza gli intangibles assumono nel caso della presente valutazione nella quale il goodwill generico, ossia la capacità reddituale, deve necessariamente essere ridiscusso perché la società in realtà non pianifica né prevede il raggiungimento di utili, anche se di fatto i risultati economici positivi, esito evidente di una gestione accorta, si sono accumulati negli anni pur avendo la società seguito le linee decise dai Comuni in relazione a costi e tariffe.

La dottrina prevalente riassume in due macroclassi gli intangibles:

la macroclasse relativa al “marketing” che considera tutto quanto è legato alla conoscenza da parte del pubblico dell’attività aziendale (marchi, pubblicità, immagine presso il pubblico, idee e design, comunicazione)

la macroclasse relativa alla “tecnologia” che raccoglie tutte le informazioni e procedure relative all’operatività (know-how produttivo, progetti speciali, software, data base, brevetti e procedure industriali, segreti industriali).

La dottrina riconosce inoltre parecchi metodi di valorizzazione di questi beni: certamente il criterio del costo risulta essere quello più adeguato alle esigenze di oggettività e prudenza. Si aggiunga che il particolare criterio del costo di riproduzione risulta essere, a nostro avviso, quello che meglio può descrivere il valore di tutto quello che l’azienda ha costruito nel tempo e che permane nelle sue strutture al di là dei meri dati numerari ed economici. Il costo di riproduzione consiste “nella stima di quanto costerebbe ricreare oggi gli intangibili oggetto di valutazione, cioè nella stima degli oneri da sostenere per riprodurli”².

Sulla base di quanto osservato, quindi, il sottoscritto, come del resto effettuato nelle stime precedenti, utilizzerà il metodo della stima patrimoniale rettificata con separata stima degli *intangibles* della società.

4. Struttura patrimoniale della società

Nella determinazione del valore del patrimonio netto rettificato, il primo passo è l’esame della struttura patrimoniale della società come emergente dalle scritture contabili obbligatorie. La struttura è caratterizzata:

- Da una presenza significativa e rilevante di immobilizzazioni tecniche, di natura immobiliare e impiantistica, tale da richiedere un approfondimento del loro valore corrente.

² Ibidem, pag. 165

- Dalla presenza di immobilizzazioni finanziarie anch'esse da valutare in relazione alla loro reale consistenza
- Dalla presenza di una serie di dati numerari per i quali esiste sostanziale coincidenza tra il dato contabile e il dato reale: questo sia per l'affidabilità delle scritture e la serie di controlli ai quali le scritture stesse sono sottoposte (la società è dotata di Collegio Sindacale e di organo di revisione legale), sia per la semplicità dei processi di fatturazione e incasso.

Si procederà quindi, a partire dal bilancio al 31.12.2020 attualmente approvato dal Consiglio di Amministrazione e oggetto di revisione legale.

ATTIVO PATRIMONIALE

Immobili e beni Strumentali

La società, che come sopra specificato ha un rilevante patrimonio immobiliare ed impiantistico, aveva commissionato, per altra occasione comunque compatibile con la presente, apposite perizie valutative aventi per oggetto il patrimonio immobiliare e quello impiantistico e di attrezzature specifiche.

In occasione della delibera di rivalutazione degli immobilizzi all'interno del bilancio al 31.12.2020, il sottoscritto, con l'aiuto di perizie esterne, ha proceduto ad un lavoro di revisione ed aggiornamento delle perizie stesse, producendo un lavoro che è stato poi acquisito all'interno del bilancio stesso e che quindi è stato trasmutato nelle scritture contabili aziendali. Si ripropongono qui di seguito i punti salienti di metodo del lavoro stesso, nonché le modifiche operate in questa sede.

Piattaforme ecologiche.

Per le piattaforme ecologiche, il sottoscritto aveva a disposizione una perizia analitica, approfondita e non particolarmente remota, redatta il 22.12.2015 dall'ing. Giorgio Borré su incarico della società stessa.

Nella perizia, basata su informazioni analitiche e su verifiche in loco, il perito aveva basato i propri calcoli sulla determinazione del costo della costruzione, secondo la seguente procedura:

- determinazione della superficie dell'area interessata;
- determinazione del valore dell'area qualora di proprietà

- determinazione del costo di costruzione dei volumi edificati secondo i prezzi di mercato (2015) con riferimento alle infrastrutture edili/impiantistiche
- determinazione di un coefficiente di deprezzamento funzione della vita effettiva e della vita utile dell'immobile, assumendo un modello lineare e una vita utile prudenziale di trenta anni.

I valori determinati dalla perizia erano riferiti al 30.9.2015. Si è ritenuto di effettuare una “rivisitazione” della perizia stessa, ipotizzando, secondo un criterio prudenziale, che i costi di costruzione non siano variati (aumentati) in modo significativo tra il 2015 e il 2020. Si è così proceduto:

- al mantenimento dei valori dei terreni (ove posseduti) secondo il valore indicato in perizia, in quanto si ritiene che non si sia verificato alcun deprezzamento;
- alla correzione dei valori dei fabbricati secondo il medesimo modello lineare utilizzato nella perizia, aggiornato con la diminuzione della vita utile residua; poiché per ogni piattaforma la perizia indicava la vita utile residua stimata sulla base dell'assunto sopra specificato (durata trentennale), si è provveduto a ricalcolare il valore secondo una vita utile ridotta di cinque anni (che rappresentano il periodo trascorso tra il 2015 e il 2020).
- si è inoltre inserito, in aumento, il valore degli interventi di manutenzione incrementativa, risultanti dai bilanci dal 2016 al 2020, forfettariamente ridotti della metà a titolo prudenziale.

Nella seguente tabella si raffrontano i valori periziati e i valori ricalcolati secondo i criteri dianzi specificati, suddivisi per le singole piattaforme.

Piattaforme	valore di perizia					valore ricalcolato	
	area	fabbricati	incrementi	vita utile 2015	vita utile 2020	area	fabbricato
Comune							
Cavenago	49.900,00	39.400,00	8.500,00	9	4	49.900,00	21.761,11
bellinzago		417.100,00		26	21	-	336.888,46
ornago		164.700,00		18	13	-	118.950,00
bellusco	67.900,00	58.100,00	16.176,00	9	4	67.900,00	33.910,22
mezzago	46.700,00	431.500,00		27	22	46.700,00	351.592,59
sulbiate	76.300,00	90.100,00		13	8	76.300,00	55.446,15
aicurzio		169.900,00	27.693,00	19	14	-	139.035,97
busnago	66.300,00	179.800,00		16	11	66.300,00	123.612,50
cornate d'adda	80.300,00	132.200,00	5.260,00	15	10	80.300,00	90.763,33
bernareggio		153.300,00	5.090,00	20	15	-	117.520,00
carnate	80.800,00	176.400,00		16	11	80.800,00	121.275,00
concorezzo	120.600,00	284.000,00	9.500,00	15	10	120.600,00	194.083,33
arcore		201.400,00		15	10	-	134.266,67
correzzana		121.200,00		18	13	-	87.533,33
lesmo		318.500,00		18	13	-	230.027,78
usmate	345.300,00	268.400,00	15.115,00	16	11	345.300,00	192.082,50
brugherio		166.700,00		16	11	-	114.606,25
agrate		231.700,00	5.200,00	20	15	-	176.375,00
carugate		398.600,00		19	14	-	293.705,26
bussero	99.100,00	199.100,00		16	11	99.100,00	136.881,25
pessano con bornago	62.600,00	154.700,00		15	10	62.600,00	103.133,33
pozzuolo martesana	61.700,00	254.500,00	30.420,00	19	14	61.700,00	202.736,32
rodano	45.400,00	130.100,00		18	13	45.400,00	93.961,11
pantigliate	51.400,00	532.300,00		29	24	51.400,00	440.524,14
liscate		194.000,00	8.500,00	18	13	-	144.361,11
gessate		334.000,00		22	17	-	258.090,91
vaprio d'adda		476.700,00		22	17	-	368.359,09
masate - basiano	53.100,00	204.500,00		19	14	53.100,00	150.684,21
vimercate		335.800,00	5.700,00	15	10	-	226.716,67
burago di molgora		404.000,00		25	20	-	323.200,00
vignate		348.500,00		20	15	-	261.375,00
trezzo	109.400,00	117.700,00	5.500,00	12	7	109.400,00	71.408,33
Totale piattaforme	1.416.800,00	7.688.900,00	142.654,00			1.416.800,00	5.714.866,94

Successivamente, tutti i valori sono stati assoggettati a controllo da parte di un perito esterno, il geom. Casiraghi, il quale ha sostanzialmente “validato” i valori emergenti dal conteggio indicando poi alcuni valori che andavano rettificati, come eccezione. Tali rettifiche nascono da una parte da una discesa eccessiva dei valori rispetto ai valori d’uso attualmente riscontrabili, dall’altro da una valutazione del Perito del 2015 che si ritiene viziata per eccesso nel punto relativo al terreno. Nella tabella sotto indicata, vengono inseriti in giallo i valori rettificati per effetto del controllo e della verifica.

Piattaforme	valore di perizia			valore ricalcolato	
Comune	area	fabbricati	incrementi	area	fabbricato
Cavenago	49.900,00	39.400,00	8.500,00	49.900,00	160.600,00
bellinzago		417.100,00		-	336.888,46
ornago		164.700,00		-	118.950,00
bellusco	67.900,00	58.100,00	16.176,00	67.900,00	215.700,00
mezzago	46.700,00	431.500,00		46.700,00	351.592,59
sulbiate	76.300,00	90.100,00		76.300,00	55.446,15
aicurzio		169.900,00	27.693,00	-	139.035,97
busnago	66.300,00	179.800,00		66.300,00	123.612,50
cornate d'adda	80.300,00	132.200,00	5.260,00	80.300,00	90.763,33
bernareggio		153.300,00	5.090,00	-	117.520,00
carnate	80.800,00	176.400,00		80.800,00	121.275,00
concorezzo	120.600,00	284.000,00	9.500,00	120.600,00	194.083,33
arcore		201.400,00		-	134.266,67
correzzana		121.200,00		-	132.600,00
lesmo		318.500,00		-	230.027,78
usmate	345.300,00	268.400,00	15.115,00	202.450,00	276.400,00
brugherio		166.700,00		-	235.600,00
agrate		231.700,00	5.200,00	-	176.375,00
carugate		398.600,00		-	293.705,26
bussero	99.100,00	199.100,00		99.100,00	136.881,25
pessano con bornago	62.600,00	154.700,00		62.600,00	103.133,33
pozzuolo martesana	61.700,00	254.500,00	30.420,00	61.700,00	202.736,32
rodano	45.400,00	130.100,00		45.400,00	93.961,11
pantigliate	51.400,00	532.300,00		51.400,00	440.524,14
liscate		194.000,00	8.500,00	-	144.361,11
gessate		334.000,00		-	258.090,91
vaprio d'adda		476.700,00		-	368.359,09
masate - basiano	53.100,00	204.500,00		53.100,00	150.684,21
vimercate		335.800,00	5.700,00	-	226.716,67
burago di molgora		404.000,00		-	323.200,00
vignate		348.500,00		-	261.375,00
trezzo	109.400,00	117.700,00	5.500,00	109.400,00	71.408,33
Totale piattaforme	1.416.800,00	7.688.900,00	142.654,00	1.273.950,00	6.285.873,53

Nel terzo passo del lavoro, si era operata, su mandato degli amministratori della società, una generale riduzione del 20% di tutti i valori rivalutati, così operando un'ulteriore passaggio prudenziale.

Per la presente perizia, che ha criteri meno stringenti di quelli che la legge prescrive per le rivalutazioni, si è ritenuto di non dover riproporre la riduzione del 20%. Quindi:

- si è mantenuta la rivalutazione delle piattaforme già inserita nel bilancio della società, pari ad euro 3.369.968
- si è aggiunta la quota del 20% pari ad euro 1.428.821 esito del seguente conteggio:

Piattaforme	
valore rivalutato	7.559.823,53
valore di bilancio	2.761.035,00
rivalutaz a bil.	3.369.968,00
- ulteriore rival.	1.428.820,53

Si noti, a completamento delle informazioni, che tutte le piattaforme acquisite dal 2015 sono rimaste al valore di bilancio, ossia al valore di costo diminuito delle ordinarie quote di ammortamento: questo perché sono state quasi tutte acquisite a valori sostenuti da perizie specifiche, in quanto acquisite in occasione dell'ingresso di nuovi soci Comuni che apportavano le proprie piattaforme.

Immobili di proprietà in Liscate e Cavenago Brianza.

Anche per i due immobili, scelti tra gli immobili di proprietà sociale per la rivalutazione, esiste, all'interno della perizia dell'ing. Borré del 22.12.2015, un'ampia sezione nella quale i fabbricati sono analizzati, descritti e valutati. Anche per questi immobili è stata compiuta ampia verifica in loco.

Il complesso immobiliare "Centro multimateriale di Liscate" è costruito su terreno in diritto di superficie a favore del Comune di Liscate, scadente il 25.11.2034, quindi con ancora 14 anni di vita utile prima della devoluzione al Comune; è costituito da tre edifici:

- un capannone industriale per stoccaggio materiale in arrivo, dotato di zona uffici su parte della pianta;
- un capannone industriale con impianto per lavorazione terre
- una palazzina uffici.

La perizia del 2015 adotta un criterio comparativo di mercato e valuta l'intero impianto euro 5.610.500. Per l'aggiornamento si sono adottati due metodi alternativi che si sono poi confrontati:

- nel primo, si è proceduto a valutare il minor valore mediante un criterio proporzionale rispetto alla durata residua del cespite, che ricordiamo essere assoggettato alla devoluzione al Comune al termine della vigenza del diritto di superficie; si è quindi ipotizzato di ridurre il valore dell'importo periziato nel 2015 con la proporzione dei 5 anni trascorsi rispetto ai 19 esistenti alla data della perizia. Inoltre i costi incrementativi sostenuti negli ultimi anni, pari ad euro 295.331, sono stati inseriti con una diminuzione forfettaria del 50%. Tale conteggio dà il risultato complessivo di euro 4.281.718.

- nel secondo, si è inserita una stima "a nuovo" fornita dal consulente della società geom. Casiraghi, che riprendendo le superfici e i valori attuali della costruzione, tenendo anche presenti i valori OMI, stima il valore dell'immobile in euro 4.198.500.

Si è quindi scelto di utilizzare il minor valore tra i due, anch'esso non più ridotto prudenzialmente del 20%, con il seguente conteggio, che aggiunge ulteriori 839.700 euro alla valutazione di bilancio:

valore rivalutato	4.198.500,00
valore di bilancio	1.426.478,00
rivalutazione effettuata	1.932.322,00
ulteriore riv.	839.700,00

Il complesso immobiliare "Cascina Sofia" è invece costruito su terreno di proprietà. Anche del complesso immobiliare la perizia illustra con dovizia di particolari struttura, superfici e stato di conservazioni. Trattasi di tre fabbricati, di cui due, a due piani fuori terra, derivanti dalla ristrutturazione di una vecchia cascina lombarda avvenuta negli anni '90; il terzo è risalente al 2007, a due piani fuori terra oltre ad un piano interrato ad uso autorimessa. Si aggiungono inoltre un fabbricato ad uso magazzino-deposito, il locale centrale termica-cabine elettriche e la serra.

La valutazione a valori di mercato reca l'importo di euro 4.289.400 di cui 585.500 riferiti all'area.

Anche in questo caso per l'aggiornamento del valore, fermo restando il valore dei terreni, si sono adottati i due metodi:

- nel primo, il valore di perizia del solo fabbricato è stato ridotto del coefficiente di ammortamento del 3% (comune per gli immobili di tipo ordinario) moltiplicato per i 5 anni trascorsi dalla perizia. Anche in questo caso i costi incrementativi, pari ad euro 191.629, sono stati diminuiti del 50%. Esito di questo conteggio, euro 3.244.129.

- nel secondo si è allo stesso modo inserita la stima dei fabbricati analiticamente rideterminata dal geom. Casiraghi, che sulla base delle metrature e dei valori OMI arriva ad euro 3.121.264.

Si è anche in questo caso scelto di utilizzare il minore dei due, che assegna al fabbricato un valore di euro 3.121.264 e al terreno quello di euro 585.500 per un totale di euro 3.706.764, e di non operare l'ulteriore riduzione del 20%. Il conteggio diventa quindi il seguente:

valore rivalutato	3.706.764,00
valore di bilancio	1.274.761,00
rivalutazione effettuata	1.690.650,00
ulteriore riv.	741.353,00

Altri immobili.

In sede di rivalutazione, non sono state inserite altre voci rivalutative. Esistono però altri immobili dei quali le perizie precedenti davano conto. In particolare, per coerenza e continuità, si sono inserite ulteriori plusvalenze su beni non considerati a livello di rivalutazione:

- In relazione agli immobili rappresentati dai Centro Servizi di Agrate e di Bellusco, si è ritenuto di mantenere i criteri delle scorse perizie (valore periziato diminuito di percentuali di deperimento del 3% annuo per i cinque anni trascorsi, valore degli incrementi diminuito della medesima percentuale ma su 2,5 anni); il maggior valore di Bellusco viene parzialmente compensato con il minor valore di Agrate
- In relazione ai terreni agricoli indicati in perizia, ancora posseduti, si è ritenuto di dover rettificare in modo significativo al ribasso i valori di perizia, sulla base della considerazione che parecchi di tali terreni sono destinati alla cessione gratuita al Comune una volta ultimato il periodo di operatività della discarica; sulla base di tale considerazione, il valore di perizia è stato riproporzionato, secondo il criterio della superficie, ai soli valori di beni che rimarranno di pertinenza della società.

La tabella della rivalutazione degli altri immobili, secondo i criteri di cui sopra, è la seguente:

	valori di perizia 2016		totale	incrementi	valore rettificato		valore di bilancio	differenza
	terreno	fabbricato			terreno	fabbricato		
centro servizi agrate	437.600,00	2.417.600,00	2.855.200,00	172.555,00	437.600,00	2.214.573,38	3.133.227,00	- 481.053,63
centro servizi bellusco	958.600,00	5.566.300,00	6.524.900,00	186.618,00	958.600,00	4.903.976,65	3.577.894,00	2.284.682,65
fondi agricoli diversi	1.061.700,00	-	1.061.700,00	-	371.548,29		88.873,00	282.675,29
Totale	2.457.900,00	7.983.900,00	10.441.800,00	359.173,00	1.767.748,29	7.118.550,03	6.799.994,00	2.086.304,31

Riassunto del valore degli immobili.

I maggiori valori sopra definiti analiticamente portano ad un maggiore valutazione di tutti i valori immobiliari, direttamente applicata sul valore degli stessi come emergente dal bilancio 2020 e quindi comprensiva della rivalutazione, pari ad euro (1.428.821 + 839.700 + 741.353 + 2.086.304) = 5.096.178.

Il valore dei fabbricati viene quindi rideterminato in euro 37.067.315.

Impianti e attrezzature.

Pur essendo la società dotata di numerosi ed efficienti impianti e attrezzature, per alcuni dei quali il valore d'uso è sicuramente maggiore del valore residuo di bilancio, nell'operazione di rivalutazione, per semplicità ed efficacia, si è ritenuto di doversi concentrare solamente sull'impianto di trattamento dei rifiuti da spazzamento terre, esistente presso il Centro multimateriale di Liscate,

che provvede al “lavaggio” dei rifiuti provenienti dallo spazzamento stradale attraverso un ciclo complesso di separazione e gestione separata delle sostanze inquinanti, sia disciolte o emulsionate o in sospensione, e di trattamenti chimici-fisici-biologici dell’acqua torbida e ricircolo dell’acqua depurata.

Anche di tale impianto esiste una perizia tecnica estimativa, effettuata in data 10.12.2015 e confermata, per quanto attiene l’impianto di spazzamento terre, in un addendum del 14.2.2016, entrambi sottoscritti dall’ing. Belviolandi. Detta valutazione, effettuata secondo i criteri del valore a nuovo diminuito della entità del deprezzamento per usura e modulata secondo la durata utile presente dell’impianto, a sua volta funzione dello stato di efficienza e manutenzione, secondo metodi analitici prodotti dallo stesso ing. Belviolandi. arriva al valore di euro 2.497.580,43.

L’aggiornamento della perizia, considerando il metodo al tempo utilizzato, è stato ottenuto mediante l’applicazione all’importo di perizia di un deprezzamento del 10% annuo per ognuno dei cinque anni trascorsi, arrivando quindi ad un importo diminuito del 50%, importo evidentemente significativo. I costi incrementativi sostenuti nel quinquennio, pari a euro 55.307, sono stati abbattuti del 25%. Il valore così ottenuto arriva ad euro 1.290.270.

A riprova della valutazione, gli uffici tecnici della società hanno affiancato una ripresa della stima dell’ing. Belviolandi aggiornando i coefficienti e gli elementi della perizia al dicembre 2020: tale ricalcolo conferma il risultato, anzi il valore così rideterminato ammonta ad euro 1.560.488.

Confermando la prassi utilizzata in questo parere valutativo, si ritiene prudentiale utilizzare il valore minore di euro 1.290.270, il quale produce una plusvalenza di euro 1.039.467 considerando sia il valore di bilancio dell’impianto stesso sia quello delle “opere complementari” separatamente indicate nel libro cespiti ammortizzabili. Anche per l’impianto, non si ritiene di dover dar seguito alla diminuzione prudentiale del 20% impostata per tutti i valori, che riduceva la plusvalenza da 1.032.216 a 781.413.

Nella presente perizia, si è ritenuto invece di procedere alla rivalutazione di **tutti** gli impianti a suo tempo inseriti nella perizia dell’ing. Belviolandi, applicando il medesimo metodo (diminuzione a titolo di “ammortamento”) ma inserendo coefficienti ancora maggiori di svalutazione, quale il 60% per l’ammortamento del valore iniziale, aumentato al 70% per mezzi operativi e automezzi, e il 30% per gli incrementi medi.

Il relativo conteggio appare dalla tabella seguente. Naturalmente, gli altri beni, di valore inferiore o acquistati dopo il 2015, sono valutati senza variazione rispetto agli importi di bilancio, con questo scontando un'ipotesi assolutamente prudentiale.

	perizia	incrementi	ammortamento	totale	valore di bilancio	plusvalenza
		2016-2020				
	-		-	-	-	-
Impianto percolato	831.835,00	8.100,00	- 501.126,00	338.809,00	120.427,00	218.382,00
Impianto fotovoltaico	44.352,00		- 26.611,20	17.740,80	127.052,00	- 109.311,20
Impianto biogas/cogenerazione di	185.175,40	11.577,50	- 113.999,62	82.753,29	16.950,00	65.803,29
Impianto biogas/certificati verdi (i	673.237,85		- 403.942,71	269.295,14	-	269.295,14
Attrezzatura scarica	40.443,06	37.405,12	- 33.617,12	44.231,06	6.064,00	38.167,06
Container	390.135,42	791.115,00	- 431.860,00	749.390,42	326.060,00	423.330,42
Videosorveglianza	95.620,46	8.801,00	- 59.572,53	44.848,93	6.496,00	38.352,93
Impianti stazione Bellusco/Mezzag	178.290,66		- 106.974,40	71.316,26	18.824,00	52.492,26
Varie Centro Multim. Liscate	19.455,81	2.160,00	- 12.213,49	9.402,32	1.944,00	7.458,32
Impianto terre da spazzamento	2.497.580,43	55.306,68	- 1.262.616,89	1.290.270,23	39.602,00	1.250.668,23
opere complementari terre			-	-	211.201,00	- 211.201,00
Autovetture/Mezzi alimentazione	116.820,27	66.079,00	- 101.597,89	81.301,38	35.145,00	46.156,38
Autovetture/Mezzi elettrici	61.500,00	25.590,00	- 50.727,00	36.363,00	17.913,00	18.450,00
Mezzi operativi	235.870,43	256.292,00	- 241.996,90	250.165,53	180.299,00	69.866,53
TOTALE CEM Ambiente S.p.A.	5.370.316,79	1.262.426,30	- 3.346.855,73	3.285.887,36	1.107.977,00	2.177.910,36

L'importo di euro 2.177.910, che rappresenta il maggior valore di tutti gli impianti, viene quindi diminuito dell'importo di euro 781.413 già acquisito al patrimonio societario per effetto della rivalutazione. Il valore dei beni viene quindi incrementato di euro 1.396.497.

Immobilizzazioni immateriali

Sono costituite, oltre che dal software per euro 72.722, dal valore dei diritti di superficie inerenti i fabbricati costruiti, e sono, ad avviso del sottoscritto, da comprendersi all'interno delle valutazioni di perizia, fatta eccezione per il valore del diritto di superficie inerente la piattaforma di Vimodrone, il cui valore non viene modificato nello schema di rivalutazione delle piattaforme e che è pari ad euro 304.500. Il valore complessivo riconosciuto diventa quindi euro 377.222, con una minusvalenza di euro 4.323.

Immobilizzazioni finanziarie.

La società possiede due tipi di partecipazioni finanziarie: la partecipazione totalitaria nella società CEM Servizi S.r.l., società che gestisce le operazioni dirette di raccolta rifiuti principalmente per CEM Ambiente, e due partecipazioni minoritarie che esprimono collegamenti con società con le quali CEM Ambiente ha rapporti commerciali.

Per le partecipazioni minoritarie, si ritiene di dover distinguere tra la società Ecolombarda, S.r.l., con quota posseduta dello 0,40%, che al netto patrimoniale realizza una minusvalenza di euro

104.747, con la società Seruso, che come indicato in nota integrativa è valutata in modo maggiore rispetto alla quota di patrimonio netto detenuta. Nel corso del 2021, infatti, la società ha investito significativamente nella Seruso Spa, in un'ottica di valorizzazione delle sue attività anche come complementari a quelle di CEM. Per questo motivo si ritiene di dover mantenere il valore di bilancio, al 31.12.2020 pari ad euro 200.280, derogando al principio del patrimonio netto.

Per quanto attiene invece alla prima, come si è precisato nella premessa, si ritiene di mantenere le considerazioni diverse sul ruolo della partecipata, che si sta ricavando un ruolo significativo nel mercato avendo ottenuto l'appalto dello spazzamento e raccolta di un elevato numero di Comuni, e che in virtù delle economie di scala raggiunte e di una gestione adeguata sta raggiungendo picchi elevati di redditività, che l'hanno portata a superare negli ultimi tre anni un utile prima delle tasse di 1 milione di euro. A questo punto, non si vede perché non si debba in qualche modo valorizzare i flussi reddituali che la partecipata si troverà a produrre in futuro, tenendo presente che i contratti stipulati dalla partecipata hanno un orizzonte temporale medio che arriva al 2026; tali flussi porteranno, inevitabilmente perché CEM Ambiente è socio unico, ad un incremento del valore patrimoniale della partecipata e conseguentemente della controllante.

Si ritiene quindi di effettuare la valutazione, ricalcolando l'avviamento e le plusvalenze immobiliari calcolate nella precedente perizia.

Metodo di valutazione di CEM Servizi.

Nella definizione del valore della società, si ritiene di adottare il metodo finanziario, il quale perviene alla stima del valore economico del capitale netto dell'azienda sulla base delle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa attualizzati di spettanza degli azionisti.

Per la situazione dell'attività di CEM Servizi, caratterizzata da ambiti contrattuali ragionevolmente sicuri con soggetti solidi, si ritiene prudenzialmente di dover osservare un periodo di flussi finanziari limitato, ma costante e coerente rispetto alle precedenti perizie: si considerano quindi cinque anni completi dal 2021 al sino al 2025.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, la stima del valore di mercato (W) può essere calcolato utilizzando come tasso di attualizzazione il cd. WACC (Weighted Average Cost of Capital), costo medio ponderato del capitale.

La formula del WACC è:

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

dove:

WACC = Weighted Average Cost of Capital

K_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (Equity)

D = indebitamento (Debt)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Come si può osservare, la formula presenta due diverse componenti: il costo del capitale proprio (K_e) ed il costo dell'indebitamento, ponderati rispetto al totale del capitale investito.

L'assenza sostanziale di debiti da parte di CEM Servizi al 31.12.2020 suggerisce l'utilizzo della formula nel solo suo primo elemento.

Per definire i flussi di cassa attesi nel periodo, si sono esaminati i piani aziendali e confrontati con i flussi avvenuti nel passato.

Il confronto con il passato ha evidenziato come, nella significativa crescita del fatturato e dei Comuni serviti da Cem Servizi, i flussi di cassa siano caratterizzati da un alto valore di EBITDA ma anche da rilevanti investimenti, resi necessari per adeguare la struttura dei mezzi operativi alla crescita dimensionale degli ambiti di lavoro della società. Per questo motivo, rilevato un FCF (Free Cash Flow) di euro 1.452.966, si è ipotizzato, vista la rilevante entità di investimenti necessari per l'ingresso, avvenuto nel 2021, del significativo comune di Cologno Monzese:

- Di prevedere un FCF addirittura nullo nel 2021 (in quanto tutto l'EBITDA si compenserà probabilmente con gli investimenti necessari)
- Di prevedere un FCF dal 2022 in avanti incrementato rispetto a quello del 2020 di una percentuale pari all'incremento del fatturato dato dalla acquisizione di Cologno, poi incrementato di tassi prudenziali dell'1%.

Come tasso di attualizzazione è stato utilizzato il costo medio ponderato del capitale (WACC) calcolato applicando le seguenti valorizzazioni alle formule richieste dalla dottrina economica.

Il tasso privo di rischio (risk free rate) è stato assunto pari allo 0,6%, calcolato come tasso medio attuale dei BTP a scadenza decennale rilevato nelle ultime emissioni, senza ulteriori parametri (vista la sostanziale “certezza” degli ambiti di mercato).

Il premio per il rischio (market risk premium), stimato sulla base del profilo di rischio da attribuirsi ragionevolmente all’investimento, sarebbe al massimo il “rischio paese” definibile attorno al 5,50%. Si è definito quindi un WACC del 6,10% che applicato ai flussi previsti dà il seguente risultato:

Anno	Free Cash Flow	Attualizz.
2021	-	-
2022	1.525.614	1.437.902
2023	1.540.870	1.368.785
2024	1.556.279	1.302.991
2025	1.571.842	1.240.359
Totale		5.350.037

La determinazione del terminal value.

Nei metodi di valutazione di tipo finanziario, l’elemento ulteriore dopo l’analisi e la sommatoria dei flussi di cassa previsti è il cosiddetto terminal value (VT), ossia il valore del ramo aziendale al termine del periodo considerato. Solitamente, il terminal value viene assunto sulla base della capitalizzazione dei flussi dell’ultimo periodo, e in genere definisce un valore stabile e non dipendente da successivi investimenti od oscillazioni: ad esempio la metodologia dell’“exit multiple method” definisce il terminal value sulla base del “multiplo d’uscita”, ossia un multiplo sostanzialmente medio, applicato all’EBITDA dell’anno ultimo.

Nella presente valutazione, il terminal value assume un ruolo particolare in quanto deve stimare il valore del ramo aziendale al termine del ciclo dei flussi finanziari ipotizzato nella prima parte, ossia al 31.12.2025. Si ritiene di utilizzare un metodo molto prudente, che arriva ad un TV inferiore all’attuale netto patrimoniale, pari al multiplo di 5 applicato all’EBITDA medio degli ultimi tre anni.

Poiché l’EBITDA medio degli ultimi tre anni è pari ad euro 1.747.418, l’applicazione del multiplo 5 dà luogo ad un TV di 8.737.090, che attualizzato al 6,10% diventa di 6.498.152. Applicando, per ulteriore prudenza, un ulteriore abbattimento del 10%, il conteggio del valore effettivo di Cem

Servizi appare evidenziato nella tabella seguente, che peraltro dà conto anche del fatto che l'avviamento, ossia la differenza tra EV e patrimonio netto della società, risulta essere di circa 4,2 milioni, inferiore a quanto definito nelle precedenti perizie.

valore attuale del flusso di FCF	5.350.037
TV a 5 anni attualizzato al WACC	6.498.152
meno importo forfettario 10%	- 649.815
Totale enterprise value	11.198.374
patrimonio 31.12.20	6.998.594
avviamento	4.199.780

La situazione patrimoniale di CEM Servizi comprende inoltre un altro plusvalore latente, dato dal maggior valore dell'immobile condotto in leasing, calcolato secondo il medesimo metodo (confronto tra valore netto dell'immobile, da valore perizia meno ammortamento, e valore attuale rate residue di leasing comprese il valore di riscatto), pari ad euro 704.574. Considerando a diminuzione di tale plusvalenza al netto delle imposte latenti (che vengono qui calcolate all'interno del valore della partecipazione in quanto l'immobile potrebbe venir ceduto dalla partecipata) rimane la seguente ipotesi di valorizzazione della società CEM Servizi:

valore del patrimonio netto	6.998.594,00
avviamento	4.200.000,00
plusvalenza immobiliare	704.573,00
imposte latenti su plusv imm -	196.576,00
valore complessivo	11.706.591,00

E la seguente conseguente determinazione del maggior valore delle partecipazioni:

Società	Valore
Cem servizi	11.706.591,00
Seruso	200.280,00
Ecolombardia	56.834,54
	11.963.705,54
valore di bilancio	815.362,00
Totale plusvalenza	11.148.343,54

Magazzino ricambi e materiale di consumo

Esiste una dotazione di ricambi e materiale di consumo, valorizzato nella situazione patrimoniale, dal quale non si ritiene di doversi discostare, anche per il ridotto importo, che viene acquisito direttamente in sede di perizia.

Altre voci dell'attivo.

Le altre poste dell'attivo della società alla data del 31.12.2020 hanno consistenza numeraria, e quindi sono tendenzialmente di facile valutazione in quanto il loro importo non può che essere inserito al valore nominale, salvo esistano problematiche di incertezza sull'incasso dei crediti ovvero sulla esistenza di crediti dilazionati nel tempo e non fruttiferi di interesse esplicito.

Per quanto attiene la prima possibile obiezione, si ritiene che il fondo svalutazione crediti esistente in azienda sia sufficiente tutela rispetto a crediti, nella maggioranza vantati verso Comuni soci e quindi di ampia esigibilità; per la seconda, i crediti di lungo periodo risultano già depurati dalla componente interessi che è gestita separatamente tramite il meccanismo dei risconti.

Si inserirà quindi in perizia il valore delle altre voci dell'attivo al medesimo importo risultante nella contabilità, compreso il fondo svalutazione crediti stanziato.

PASSIVO PATRIMONIALE

Fondo rischi

La società ha al passivo un rilevante ammontare di fondi rischi, destinati, come da principi contabili, a coprire rischi connessi ad eventi di probabile venuta ad esistenza, ma non definibili né nell'an, ossia nel momento di verifica, sia nel quantum, ossia nell'esatto ammontare del costo. La dinamica dei fondi negli ultimi quindici anni, esaminata dal sottoscritto, non vede l'emergere di alcun elemento particolarmente rilevante, con il fondo principale, destinato alla copertura dei costi di ripristino della discarica di Cavenago, che viene progressivamente utilizzato come da programma, mentre altri fondi più legati a cause meno specifiche rimangono costanti nel tempo (fondo rischi ambientali) o aumentano per accantonamenti prudenziali (fondo rischi generico). Dalla dinamica stessa, confermata dalla amministrazione della società, si ritiene che tali fondi siano, in un'ottica estremamente prudentiale, adeguati alla protezione della società da eventi di carattere straordinario, e quindi vengono confermati in toto.

Imposte latenti

La plusvalenza determinata in sede di valutazione delle immobilizzazioni deve tener conto dei carichi fiscali latenti quali elementi correttivi della medesima. Larga parte delle plusvalenze hanno avuto valorizzazione fiscale adeguata con l'operazione di rivalutazione: il vincolo pluriennale portato all'efficacia della rivalutazione, stante le prospettive della società, non si ritiene sia tale da

richiedere ulteriori appostazioni prudenziali. Rimane la parte della rivalutazione non evidenziata in bilancio.

Pertanto, ai fini della valutazione dei carichi fiscali potenziali si ritiene corretto determinare il carico fiscale latente applicando le attuali aliquote IRES ed IRAP in vigore; tali aliquote vengono ridotte per la parte relativa alle partecipazioni che usufruirebbero, in caso di cessione, della participation exemption. I relativi conteggi sono i seguenti:

Conteggio imposte latenti	
Maggior valore degli impianti non rivalutati	1.396.497
Maggior valore immobili non rivalutati	2.086.304
Recupero 20% su rivalutazioni	3.009.874
totale	6.492.675
aliquota	27,90%
importo A	1.811.456
Maggior valore partecipazioni	11.148.344
aliquota	1,20%
importo B	133.780
Totale imposte latenti	1.945.236

Fondo T.F.R. e ratei del personale.

I relativi importi sono stati inseriti sulla base delle scritture di rettifica al 30.6.2019. La struttura amministrativa e contabile della società li ha conteggiati, secondo metodologie riconosciute e utilizzate in sede di formazione dei bilanci, tali da lasciare presumere la loro correttezza. Si inserisce quindi senza variazione il valore di bilancio.

Debiti e poste numerarie passive.

Anche per i valori dei debiti e delle altre poste numerarie passive, si possono confermare le considerazioni fatte in tema di poste numerarie dell'attivo: non ci sono valori assoggettabili a procedure di valutazione, per cui si ritiene di dover inserire esattamente i valori contabili alla data

del 31.12.2020 conteggiati in base al processo di accertamento delle competenze effettuato in sede di stesura del bilancio.

Prospetto dell'attivo e del passivo.

Sulla base di quanto sopra descritto, si attesta quindi che la situazione patrimoniale rettificata della società alla data del 31.12.2020, ai fini della perizia, è così composta, evidenziando le sole voci di attivo e passivo:

	bilancio 2020	perizia
Attivo		
credito v/soci	125.447,00	125.447,00
immateriali	381.545,00	377.222,00
fabbricati	31.971.137,00	37.067.315,00
impianti e altri beni	2.521.642,00	3.918.139,00
imm in corso	60.102,00	60.102,00
imm. Finanziarie	815.362,00	11.963.706,00
titoli	1.671.249,00	1.671.249,00
rimanenze	108.263,00	108.263,00
clienti	15.569.587,00	15.569.587,00
altri crediti	656.140,00	656.140,00
fondo svalutazione crediti	- 280.736,00	- 280.736,00
crediti fiscali	7.315,00	7.315,00
credito imposte anticipate	146.235,00	146.235,00
disponibilità liquide	17.995.147,00	17.995.147,00
ratei e risconti	49.250,00	49.250,00
Totale attivo	71.797.685,00	89.434.381,00
Passivo		
patrimonio netto	44.875.033,00	
meno azioni proprie	- 526.833,00	
patrimonio netto	44.348.200,00	60.039.660,00
fondi rischi	2.749.779,00	2.749.779,00
fondo imposte differite		1.945.236,00
TFr	938.908,00	938.908,00
controllate-collegate	4.616.957,00	4.616.957,00
fornitori e fatt ricevere	17.009.855,00	17.009.855,00
debiti tributari	622.392,00	622.392,00
debiti previdenziali e altri	1.209.941,00	1.209.941,00
risconti passivi	301.653,00	301.653,00
Totale a pareggio	71.797.685,00	89.434.381,00

5 Valore degli intangibles e loro considerazione all'interno del processo valutativo

Come si è detto in premessa, nella determinazione dei valori immateriali di azienda, si è optato per una determinazione analitica degli intangibles e nel tentativo di valutazione degli stessi secondo il criterio del costo di ricostruzione.

Secondo questo metodo, nelle perizie precedenti si sono enucleati quei valori, appartenenti alla categoria “tecnologica” e/o a quella “comunicativa”, che emergono come esito della gestione. Sono indicatori ritenuti particolarmente significativi della sussistenza di *intangibles* ed altre utilità sviluppate ed assicurate da CEM Ambiente nell’ambito del servizio erogato per i soci che non trovano una diretta corrispondenza reddituale, pur essendo, evidentemente, correlati a specifici sviluppi e sperimentazioni valutabili in termini di know-how acquisito in funzione anche degli investimenti fatti in termini di ore/uomo e risorse dedicate.

La presente descrizione ripercorre le considerazioni del 2019 aggiornate con i dati odierni.

- realizzazione gestione associata servizi di igiene urbana (SIU) - messa a regime sistema di raccolta differenziata porta a porta
- contenimento e riduzione tariffe
- realizzazione sistema di gestione dei contributi CONAI per cessione materiali recuperabili
- assunzione in forma diretta servizi di spazzamento strade ed accessori
- attuazione interventi per aggregazione nuovi Comuni
- progetto ecuosacco
- esperienza gestioni messa in sicurezza e gestione post-discarica

Realizzazione gestione associata servizi di igiene urbana (SIU) - messa a regime sistema di raccolta differenziata porta a porta

Descrizione e valore: individuazione di una modalità di gestione aggregata a livello sovracomunale della problematica connessa alla gestione del ciclo integrato dei rifiuti, al fine di uniformare le modalità di organizzazione del servizio, realizzare un sistema di raccolta differenziata porta a porta ed ottimizzare la gestione attraverso il conseguimento di economie di scala su un ambito territoriale ottimale. Il tutto con l’obiettivo dichiarato di incentivare e potenziare la differenziazione dei rifiuti all’origine assicurando la costante ricerca del conseguimento dei più avanzati standard ambientali (anche migliorativi dei criteri ambientali minimi - CAM - stabiliti dal Decreto Ministeriale 13 febbraio 2014 e la piena attuazione dei principi del PAN GPP e della

complessiva sostenibilità ambientale del servizio), e la massimizzazione della qualità dei servizi erogati, nel rispetto dei noti principi di efficienza, efficacia ed economicità. Questa modalità di gestione, avviata inizialmente su 6 Comuni, riguarda ora il territorio di tutti i Comuni soci, , nei quali è stata conseguita nel corso degli anni una percentuale di raccolta differenziata che, a fine 2020, si è attestata al 79%.

Elementi costitutivi: ricerca e verifica continua dell'impostazione organizzativa e gestionale ottimale in funzione dello sviluppo dei servizi e del mercato di riferimento, gestione in forma congiunta delle procedure di gara per l'affidamento al mercato dei servizi non svolti direttamente, continua valutazione e integrazione del modello con la intervenuta normativa di settore, realizzazione di campagne informative e di comunicazione presso i Comuni, sviluppo di specifici software di controllo e gestione dei servizi erogati (*SIUNet*).

Si ritiene che peraltro, alla luce della crescita e della affermazione della società nel proprio ambito, la capacità di aggregazione non sia più da ritenere un "asset" particolare in quanto legata alla struttura e alle dimensioni della società. Non verrà riproposto come tale.

Contenimento e riduzione tariffe

Descrizione e valore: la politica aziendale, come stabilita dall'Assemblea degli azionisti e cristallizzata nello Statuto aziendale, mira - a parità del livello qualitativo di erogazione dei diversi servizi erogati - al massimo contenimento delle tariffe applicate ai Comuni soci. A tale proposito l'obiettivo, difficoltoso relativamente al trattamento/smaltimento dei rifiuti, è stato conseguito però anche con i servizi internalizzati, per una parte dei quali – tramite la controllata cem servizi - è stato ridotto il pregresso corrispettivo applicato dal gestore (esterno) in esito a procedura di evidenza pubblica.

Anni di investimento e fasi di implementazione: dal 2000.

Realizzazione sistema di gestione dei contributi CONAI per cessione materiali recuperabili

Descrizione e valore: individuazione delle migliori modalità per la stipula di contratti/convenzioni finalizzate alla massima valorizzazione dei materiali recuperabili, riconducibili o meno alle filiere CONAI, mediante costante monitoraggio del mercato di

riferimento ed anche mediante formule innovative tali estranee alle convenzioni quadro ANCI-CONAI.

Elementi costitutivi: Valutazione del mercato e progressiva ottimizzazione dei contratti di cessione, nel rispetto del quadro normativo di riferimento e previa valutazione delle correlate problematiche tecnico-operative e giuridiche. Conseguente realizzazione delle occorrenti campagne informative e di comunicazione presso i Comuni.

Anni di investimento e fasi di implementazione: dal 2000. Nb. si evidenzia, quale dato di riferimento del valore aggiunto per i Comuni soci, l'importo medio pro-capite distribuito ai soci negli ultimi anni, importo passato da € 4,96 / abitante/anno nel 2009 ad € 11,10 / abitante / anno, nel 2016.

Aggiornamento: nonostante difficoltà delle filiere e del mercato: per il 2020 distribuiti mediamente € 9,54 / abitante/anno oltre iva a fronte dei € 9,81 /abitante/anno del 2019 ed € 9,03 nel 2018 (€ 13,17 nel 2017).

Assunzione in forma diretta servizi di spazzamento strade ed accessori

Descrizione, valore ed elementi costitutivi: costruzione di un modello di organizzazione e gestione preordinato all'assunzione in forma diretta, attraverso la controllata CEM Servizi S.r.l., dei servizi di spazzamento stradale per conto dei Comuni soci, conseguente definizione dei contratti di servizio con gli stessi Comuni e realizzazione delle conseguenti attività necessarie per l'acquisizione e l'approntamento dei capannoni dedicati alla logistica del servizio nonché per l'allestimento della flotta di automezzi e per il reperimento del personale da destinare al servizio. Il tutto nell'ambito della decisione strategica assunta dall'Assemblea con il Piano Industriale 2015-2020 fine di migliorare il livello qualitativo del servizio. Il servizio riguarda, attualmente, lo spazzamento di circa 1.200 km / giorno.

Anni di investimento e fasi di implementazione: dal 2016.

Aggiornamento 2019-2020: La presa in carico in forma diretta dei servizi, attraverso la società CEM Servizi S.r.l. (partecipata al 100% e soggetta a direzione e coordinamento del socio unico CEM Ambiente Spa) è andata progressivamente consolidandosi in attuazione del Piano industriale 2015-

2020, dandosi seguito alla presa in carico dei seguenti servizi che si aggiungono a quelli già in essere alla data di redazione della perizia di stima in oggetto:

- estensione del servizio di spazzamento meccanizzato attivo ormai, così come il servizio di spazzamento manuale, su tutti i 66 Comuni soci;
- implementazione servizio di raccolta rifiuti porta a porta su un primo bacino di 14 Comuni serviti (bacino sud milanese / lodigiano) corrispondente a poco meno di 60.000 abitanti;
- avvio del servizio di trasporto rifiuti da piattaforme ecologiche, ormai a regime sull'intero territorio servito (ed effettuato direttamente da CEM Servizi su circa la metà dello stesso);
- servizi di raccolta ingombranti a domicilio, svolto in house su tutti i Comuni che hanno attivato tale modalità di raccolta.

Attuazione interventi per aggregazione nuovi Comuni

Descrizione e valore: aggregazione di nuovi Comuni finalizzata al rafforzamento del posizionamento della società ed al continuo e progressivo efficientamento della gestione dei servizi mediante conseguimento di ulteriori economie di scala nell'ambito dei presupposti organizzativi adottati dalla società come risultanti dal modello strategico approvato dai Comuni soci.

Come indicato in relazione al primo punto, si ritiene di non dover più riproporre tale asset come valore immateriale della società.

Progetto ecuosacco

Descrizione e valore: costruzione di una sistema di monitoraggio del conferimento dei rifiuti conferiti da parte delle utenze domestiche e non domestiche, tecnologicamente avanzato, propedeutico alla sperimentazione di sistemi di misurazione e tariffazione puntuale e basato sulla tracciatura dei sacchi distribuiti alle utenze ed utilizzati per il conferimento dei rifiuti. Il progetto, avviato nel corso del 2014 sui primi tre Comuni, è oggi attivo su quasi 30 Comuni ed una popolazione di oltre 315.000 abitanti (circa il 60 % del bacino CEM), mentre sono previste ulteriori estensioni per l'anno 2018. Tra i risultati del progetto, oltre all'indubbio valore legato all'aumento della consapevolezza dei cittadini, si evidenzia il dimezzamento del rifiuto secco indifferenziato a fronte dell'incremento dei conferimenti delle altre frazioni di rifiuti (umido, carta, plastica, etc.), con una conseguente, ancorché lieve, riduzione dei costi complessivi a carico degli utenti.

Elementi costitutivi: progettazione del modello, ricerca dei materiali e predisposizione sacchetti con appositi codici per la catalogazione, sviluppo di software dedicato per la gestione dei dati relativi alla distribuzione dei sacchi, l'assegnazione alle utenze e la tracciatura dei conferimenti, realizzazione campagne informative e di comunicazione presso i Comuni.

Anni di investimento e fasi di implementazione: dal 2014.

Aggiornamento 2020: Prosegue la positiva diffusione del progetto presso i Comuni soci in relazione ai notevoli risultati conseguiti nella riduzione del quantitativo di residuo secco pro-capite, anche in relazione alle difficoltà organizzative ed operative causate dalla situazione Covid 19; la relazione al bilancio 2020 in corso di approvazione così ne certifica il valore:

Alla data del 31/12/2020 il progetto Ecuosacco, che continua la sua diffusione sul territorio dei Comuni soci, era ormai attivo su 42 Comuni, per una popolazione servita pari a circa 400.000 abitanti. Nel corso del 2020, tuttavia, stante l'emergenza sanitaria in corso ed i provvedimenti adottati dai Comuni per adeguare le raccolte differenziate alle oggettive difficoltà operative ed organizzative e le criticità causate dalla situazione Covid-19, i risultati in termini di raccolta differenziata e di produzione di residuo secco pro-capite hanno subito una battuta d'arresto: la percentuale media di raccolta differenziata nel 2020 si è infatti assestata nel valore medio del 78,83%, appena superiore al 78,63% riscontrato nello scorso anno), a fronte in ogni caso di un dato, riferito ai soli Comuni Ecuosacco, che continua a rimanere ampiamente superiore alla soglia dell'80%. Allo stesso modo, è rimasto sostanzialmente stabile anche il dato relativo alla produzione di residuo secco pro-capite, il cui valore medio è sceso al di sotto dei 60 Kg/ab/anno, fissandosi a 59,96 Kg/ab/anno, a fronte tuttavia di una media riferita ai soli Comuni Ecuosacco che è stata pari a 46,8 Kg/ab/anno (e dunque in aumento rispetto ai 42 Kg/ab/anno dell'anno 2019)

Esperienze nella messa in sicurezza e gestione post-discarica

Descrizione e valore: dal 1997 sono iniziate le attività di messa in sicurezza e post-gestione della discarica controllata di Cavenago di Brianza, che è tuttora oggetto di costante monitoraggio nel rispetto degli obblighi imposti dalle vigenti norme di legge. L'esperienza ed i positivi risultati conseguiti in tali attività hanno quindi consentito a CEM di assumere un ruolo primario nell'ambito di altri similari interventi di messa in sicurezza di aree a rischio, (cfr. emergenza ambientale area Fallimento SISAS nei Comuni di Rodano-Pioltello) e che ancora oggi hanno determinato il Comune di Vizzolo Predabissi, in accordo con Regione Lombardia, ad affidare a CEM Ambiente S.p.A. i servizi di supporto alla messa in sicurezza - in emergenza - della discarica insistente sul proprio territorio.

Elementi costitutivi: progettazione, realizzazione (anche mediante gare ad evidenza pubblica), e coordinamento, degli interventi di messa in sicurezza e monitoraggio, gestione relazioni con i competenti organi (Arpa, Province, Regione, VV.FF., etc.).

Anni di investimento e fasi di implementazione: dal 1997.

Aggiornamento 2020: Grazie ai positivi risultati conseguiti nella gestione dei servizi di supporto alla messa in sicurezza - in emergenza - della discarica di Vizzolo Predabissi, CEM Ambiente S.p.A. è stato considerato un interlocutore di riferimento istituzionale adeguato ad assumere anche la presa in carico delle attività riguardanti gli interventi di messa in sicurezza definitiva della discarica: manutenzione straordinaria del capping in calotta, dell'impianto di biogas e delle opere idrauliche perimetrali. Anche in ragione di ciò, Regione Lombardia ha integrato il finanziamento di € 3.696.000, già assegnato al Comune ed oggetto di convenzionamento con CEM Ambiente S.p.A., con un ulteriore stanziamento tale da consentire la integrale copertura dei lavori relativi a tutti i quattro lotti d'intervento afferenti il "progetto definitivo dei lavori di manutenzione straordinaria del capping a completamento della fase emergenziale", a fronte del quale CEM Ambiente sta procedendo ad affidare le opere di progetto per complessive € 3.888.500 oltre iva

Valorizzazione del costo di ricostruzione.

La determinazione di un valore legato al costo di ricostruzione per un tipo di investimenti così diversificati e così distribuiti su un arco temporale di quasi due decenni non è purtroppo, allo stato

attuale e in relazione agli obiettivi della presente perizia, possibile. Si ritiene però prudentiale modificare la valutazione effettuata nella precedente perizia, e considerare che, se pure gli aggiornamenti citati non abbiano depauperato il valore attribuito, lo stesso sia confluito nel maggior valore della società stessa, avendo questi punti diminuito la loro valenza di novità ed eccezionalità. Si propone quindi di modificare il valore attribuito forfettariamente di 300.000 per ogni asset ad un costo medio di 200 mila euro per ognuno dei progetti indicati, che sono 5. Si arriverebbe quindi un valore degli intangibles di proprietà della società pari ad euro 1.000.000 lorde, alle quali si sottrarrebbe l'imposta latente gravante sugli stessi per euro 279.000 per un totale netto di euro 721.000.

CONCLUSIONE

Si attesta quindi, per effetto delle considerazioni sopra descritte e in via assolutamente prudentiale tenendo presente lo scopo della presente valutazione, che il patrimonio netto complessivo della società CEM Ambiente assume un valore al 31.12.2020 di euro 60.760.660, esito dei seguenti conteggi:

<u>patrimonio netto rettificato</u>	<u>60.039.660</u>
<u>avviamento</u>	<u>1.000.000</u>
<u>imposte latenti su avviamento</u>	<u>- 279.000</u>
<u>Valore patrimoniale complessivo</u>	<u>60.760.660</u>

Quest'ultimo valore, confrontato con il numero di azioni attualmente in circolazione (escludendo le azioni proprie) pari a 16.039.179, assegna un valore medio per azione di euro 3,79.

Milano 10 giugno 2021

(Dott. Corrado Colombo)

