

**Acquedotto
POIANA SpA**

**INCARICO PER LA PERIZIA DI STIMA
DI AZIENDE FINALIZZATA
ALL'OPERAZIONE DI INTEGRAZIONE
SOCIETARIA TRA CAFC S.P.A. E
ACQUEDOTTO POIANA S.P.A.**

Perizia di stima del valore di Acquedotto Poiana S.p.A. al fine di verificare quale sarà la quota azionaria che potrà essere emessa da CAFC S.p.A. a favore dei Comuni Soci di Acquedotto Poiana S.p.A. a fronte del conferimento del 51% delle azioni detenute dagli stessi in Acquedotto Poiana S.p.A.

18 gennaio 2023

DOTT. PIETRO DEL FABBRO
Dottore Commercialista – Revisore Contabile

Via Poscolle 11/a - 33100 Udine (UD)
Tel 0432/234859 Fax nr.0432/1841890 pec: pietrodelfabbro@lamiapcc.it

Sommario

Premessa: oggetto e limiti dell'incarico ricevuto.....	5
1.1 Oggetto	5
1.2 Limiti.....	5
2. Descrizione dell'operazione.....	6
2.1 Contesto di riferimento e obiettivi dell'operazione.....	6
2.2 La struttura dell'operazione	6
2.3 I soggetti coinvolti nell'operazione	7
3. Finalità della stima.....	10
4. I metodi di stima: aspetti teorici e prassi	11
4.1 Metodi di stima: aspetti generali.....	11
4.2 Metodi basati su flussi.....	12
4.2.1 Metodi Redditali	12
4.2.2 Metodi Finanziari.....	14
4.3 Metodi patrimoniali.....	17
4.3.1 Metodo Patrimoniale semplice	17
4.3.2 Metodo Patrimoniale complesso.....	18
4.3.3 Potenzialità e limiti dei metodi patrimoniali.....	19
4.4 Metodi misti	20
4.4.1 Metodo patrimoniale con separata valutazione del goodwill/badwill	20
4.5 Metodi basati sui multipli	22
5. Scelta del metodo per la stima del valore di POIANA	24
6. La valutazione di POIANA.....	26
6.1 Attività svolta	27
6.2 Documentazione analizzata	28
6.3 Stima del valore di POIANA	29
6.4 Stima della quota azionaria che potrà essere emessa da CAFC a favore dei Comuni Soci di POIANA nell'ambito dell'operazione di aumento di capitale riservato da liberarsi tramite conferimento del 51% delle azioni di POIANA.....	34
7. Sintesi e conclusioni	35
Allegati.....	36

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 3 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 4 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Premessa: oggetto e limiti dell'incarico ricevuto

1.1 Oggetto

Nel contesto dell'operazione di integrazione societaria finalizzata al conferimento da parte dei comuni soci di Acquedotto Poiana S.p.A. (di seguito "POIANA"), del 51% delle proprie azioni in Cafc S.p.A. (di seguito "CAFC") meglio descritta nel capitolo 2, l'incarico affidatoci prevede la predisposizione dei seguenti documenti:

- a) perizia di stima del valore del capitale economico (Equity Value) di POIANA
- b) perizia di stima del valore del capitale economico (Equity Value) di CAFC
- c) determinazione del rapporto fra il 51% del valore economico del POIANA e la sommatoria fra il valore economico del 100% di CAFC ed il 51% del valore economico del POIANA, in modo da poter definire l'aumento di capitale sociale di CAFC (numero di azioni) da destinare agli attuali soci del POIANA.

Le perizie di stima indicate hanno come data di riferimento il 31.12.2021.

Nello specifico, il presente documento è finalizzato alla perizia di stima del valore di POIANA al fine di verificare quale sarà la quota azionaria che potrà essere emessa a favore dei soci di POIANA a fronte del conferimento del 51% delle azioni POIANA da essi detenute.

1.2 Limiti

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- *ipotesi "stand alone"*: la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- *informazioni e documenti di base*: la valutazione è basata su informazioni e su documenti predisposti dalle direzioni delle Società, che sono stati verificati solo per ragionevolezza. La responsabilità sulla qualità, completezza e sulla correttezza dei dati e delle informazioni compete esclusivamente al management della Società;
- *revisione verifiche e accertamenti sui dati di bilancio*: l'incarico prevede la Due Diligence limitata di POIANA e di CAFC con esame della documentazione disponibile ed analisi degli aspetti contabili con particolare riferimento a: trattamenti contabili concretamente applicati dalla società; l'incarico non comprende lo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e negli altri documenti utilizzati ai fini dell'analisi; si precisa che è stata effettuata la rilevazione della procedura di capitalizzazione delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, analizzando anche i diversi trattamenti contabili utilizzati dalle due Società, senza che le procedure stesse siano state sottoposte a verifica; i dati afferenti ai cespiti e alle immobilizzazioni in corso sono stati desunti dai documenti contabili (libro cespiti, bilanci d'esercizio, CAS);

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 5 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- *consulenza e giudizi in merito all'Operazione*: l'incarico non prevede l'assistenza e/o la consulenza nell'ambito dell'Operazione, neppure di natura fiscale, né alcun giudizio sulla sua fattibilità o convenienza che rimangono comunque di esclusiva competenza degli Organi Amministrativi delle Società.

2. Descrizione dell'operazione

2.1 Contesto di riferimento e obiettivi dell'operazione

L'operazione di integrazione societaria in oggetto risponde alle previsioni della normativa vigente in materia di organizzazione del SII (art. 147 del D. Lgs. 152/2006 ed art. 16 Legge Regionale 15.04.2016 n. 5) e dell'Ente di Governo dell'Ambito ("EGA"), unico soggetto competente in materia di affidamento del SII nel territorio dell'ATO così come definito oggi dalla L.R. 5/2016 (artt. 3-4-6-16). Dal 01.01.2018 l'Ente di Governo dell'Ambito per la Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia è l'Autorità Unica Servizi Idrici e Rifiuti – AUSIR.

La L.R. nr. 5/2016 all'art. 16, c. 4, prevede espressamente che, al fine di razionalizzare le partecipazioni societarie delle amministrazioni pubbliche per il raggiungimento di obiettivi di qualità, efficienza, efficacia ed economicità e al fine di superare la frammentazione delle gestioni esistenti in attuazione del principio di unicità della gestione, la Regione, l'AUSIR e gli Enti locali favoriscono e incentivano processi di integrazione delle gestioni esistenti nell'Ambito territoriale ottimale.

Scopo dell'operazione è l'integrazione fra le aziende dal punto di vista industriale e organizzativo, al fine di incrementare ulteriormente l'efficienza, efficacia e l'economicità della gestione del Servizio Idrico Integrato

Alla luce di quanto premesso è stato predisposto, congiuntamente tra i gestori del SII CAFC e POIANA, un percorso che determini la gestione aggregata del SII in favore di 133 Comuni del territorio della ex Provincia di Udine.

Tale processo prevede, in una prima fase, il conferimento del 51% delle azioni detenute dai soci di POIANA in CAFC per poi, medio tempore, procedere alla fusione integrale delle due Società.

2.2 La struttura dell'operazione

Il percorso delineato per la gestione aggregata del SII si può descrivere come di seguito:

- 1) le Società effettuano una valutazione preliminare di fattibilità dell'ipotesi di integrazione aziendale giungendo a definire l'operazione di conferimento;
- 2) i gestori del SII coinvolti nell'Operazione predispongono la relazione descrittiva dell'intera operazione e la sottopongono, per il nulla – osta preventivo (se e in quanto dovuto) ad AUSIR;
- 3) un Advisor finanziario, individuato congiuntamente mediante procedura ad evidenza pubblica, provvede alla valutazione:

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 6 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- a. di POIANA ai fini della valorizzazione del 51% del suo capitale economico, che verrà conferito in CAFC;
 - b. di CAFC ai fini della determinazione della quota azionaria da emettere a favore dei Comuni soci di POIANA;
 - c. di una “*due diligence*” contabile e fiscale limitata di POIANA e di CAFC;
- 4) ognuno dei 12 Comuni attualmente soci di POIANA conferisce il 51% delle proprie azioni in CAFC; CAFC all'uopo dispone un aumento di capitale con emissione di azioni riservate ai nuovi soci (i Comuni stessi), il numero delle nuove azioni sarà determinato sulla base del rapporto tra il valore di CAFC ed il valore di POIANA (numero di azioni di nuova emissione di CAFC rappresentative di una percentuale di partecipazione in CAFC pari al rapporto fra il 51% del valore di POIANA ed il valore di CAFC maggiorato del 51% del valore di POIANA);
- 5) CAFC e l'Ente di Governo dell'Ambito (AUSIR) aggiornano gli atti convenzionali vigenti prevedendo la gestione del SII anche nell'area dei Comuni attualmente soci di POIANA;
- 6) CAFC e POIANA sottoscrivono un accordo per cui POIANA espleterà il SII nel territorio dei 12 Comuni propri soci.

Dal punto di vista societario all'esito dell'operazione:

- POIANA sarà partecipata per il 51% da CAFC e per il 49% dagli attuali soci di POIANA, proporzionalmente alla loro attuale partecipazione nella società;
- CAFC, a seguito dell'aumento di capitale, avrà 12 nuovi soci, aggiuntivi, rappresentati dai Comuni oggi soci di POIANA.

L'obiettivo delle parti è giungere alla conclusione dell'operazione entro il 31.12.2023

Medio Tempore si provvederà a fondere POIANA Spa in CAFC Spa consentendo così l'utilizzo delle imposte differite attive derivanti dalla valutazione dell'attivo con modalità regolatorie

2.3 I soggetti coinvolti nell'operazione

Con riferimento agli scopi del presente documento, i soggetti coinvolti nell'operazione sono di seguito descritti.

POIANA

POIANA è la società storica di gestione del SII della zona del Cividalese con modello “in house providing” e svolge il servizio in 12 Comuni della ex Provincia di Udine.

In forza di Convenzione di gestione d.d. 21.12.2018 approvata da AUSIR con deliberazione d.d. 29.11.2018 n. 44, modificata in data 25.01.2019 con del. AUSIR n. 4 e sottoscritta il 01.02.2019, POIANA gestisce il SII sul territorio dei Comuni soci fino al 31.12.2023.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 7 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Organi di amministrazione e controllo

La Società è amministrata da un Amministratore Unico.

L'Organo di controllo legale è rappresentato da un Collegio Sindacale formato da un Presidente, e due Sindaci.

In applicazione della normativa sulla gestione "in house", la Società è soggetta al c.d. "controllo analogo".

La revisione legale dei conti è affidata ad un Revisore legale.

Principali dati economico finanziari

Con riferimento agli ultimi due esercizi, nella seguente tabella si evidenziano i principali dati economico finanziari della Società.

Dati economici

	2020	2021
Valore della produzione	8.856	8.874
Costi operativi numerari	(6.615)	(5.928)
EBITDA	2.241	2.946
Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti	(1.775)	(1.898)
<i>EBIT (A-B)</i>	466	1.047
oneri/proventi e rettifiche attività finanziarie	24	47
<i>Risultato ante imposte</i>	490	1.094
Imposte	(165)	(307)
<i>Risultato netto</i>	325	788

Dati patrimoniali

	2020	2021
Capitale circolante netto	5.120	5.415
Immobilizzi materiali e immateriali netto	14.483	15.311
contributi su investimenti		
<i>di cui contributi su investimenti</i>	7.784	7.879
Immobilizzi finanziari	341	221
Fondi	(892)	(1.035)
Altre attività / passività a M/L	451	379
Capitale investito netto	19.504	20.292
Patrimonio netto	19.504	20.292
PFN	0	0
<i>Totale a pareggio</i>	0	0

A tal proposito va evidenziato che:

- a) i ricavi di vendita relativi al SII vengono contabilizzati per il valore delle fatture emesse (non includono i conguagli di competenza relativi ai costi ed ai volumi), e comprendono l'intera quota FoNI riconosciuta in tariffa nonché i contributi per allacciamenti;

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFIC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 8 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- b) i contributi a fondo perduto sono rilevati contabilmente con il metodo diretto, a diretta riduzione del costo delle immobilizzazioni materiali ed immateriali cui si riferiscono; l'ammortamento rilevato a conto economico alla voce B10 è calcolato sul valore dell'immobilizzazione al netto dei contributi;
- c) nell'attivo patrimoniale le immobilizzazioni sono contabilizzate per il loro valore storico netto contributi, così come i relativi ammortamenti di competenza di ciascun esercizio;
- d) i costi per allacciamenti (nuovi e manutenzioni su allacciamenti esistenti) sono spesati a conto economico e i relativi contributi sono iscritti fra i ricavi di vendita; i contatori vengono iscritti fra le rimanenze con successiva riclassifica tra le immobilizzazioni a seguito dell'installazione (alla voce B.II.3. Attrezzature industriali e commerciali).
- a) nella nota integrativa al bilancio 2021 la Società ha riportato il prospetto con gli effetti sul bilancio derivanti dalla contabilizzazione del FoNI a contributo, dal quale si evidenziano rettifiche in riduzione dell'utile di esercizio 31.12.2021 per euro 1,074 milioni (risultato d'esercizio netto rettificato pari ad una perdita di euro 286 migliaia); nella nota integrativa al bilancio 2021 viene altresì evidenziato l'importo da destinare a riserva indisponibile, pari all'importo del FoNI, rilevato a ricavo dal 2012, al netto dei riversamenti per ammortamento dei beni ai quali ha contribuito e dell'effetto fiscale; tale importo cumulato, pari ad euro 8,128 milioni al 31.12.2021, è coperto dall'ammontare delle riserve legale e straordinaria, interamente vincolati per complessivi euro 6,597 milioni, mentre per la parte residua (euro 1,531 milioni) *"si provvederà, fino a concorrenza, con la destinazione dell'utile di esercizio 2021 e successivi, rinviando l'utilizzo eventuale delle riserve di rivalutazione"*;
- b) dal raffronto del patrimonio netto risultante dal bilancio 2021 e delle rettifiche 2021 derivanti dalla contabilizzazione del FoNI a contributo, come riportate in nota integrativa, (- euro 8,128 milioni netto imposte) emerge un patrimonio netto rettificato al 31.12.2021 pari ad euro 12,164 milioni.

CAFC

CAFC è una Società *"in house"* degli Enti Locali della ex Provincia di Udine che, in virtù della convenzione rep. 89677 sottoscritta il 22.12.2016 con la Consulta d'Ambito per il Servizio Idrico Integrato Centrale Friuli (oggi AUSIR), svolge il SII sul territorio assegnato dall'Ente di Governo dell'Ambito (121 Comuni della ex Provincia di Udine).

In particolare CAFC è il gestore unico d'ambito con affidamento definitivo del SII nell'ATO Centrale Friuli a decorrere dal 1.01.2016 e fino al 31.12.2045 (deliberazione assembleare della Consulta d'Ambito Ottimale Centrale Friuli del 7.10.2015, n. 19/15), oggi sub - ambito dell'Ambito Unico regionale.

Per una più dettagliata informativa si rinvia alla specifica relazione.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 9 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

3. Finalità della stima

Nel contesto dell'operazione descritta nel capitolo precedente, la presente valutazione di stima è finalizzata a stimare quale sarà la quota azionaria che potrà essere emessa a favore dei Comuni Soci di POIANA a fronte del conferimento di un importo pari al valore del 51% delle azioni da questi detenute in POIANA.

L'operazione di conferimento descritta è disciplinata dall'art. 2343 del codice civile, rubricato "Stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti" e prevede la redazione di una relazione di stima da parte di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria.

Le perizie di CAFC e POIANA hanno il fine di fornire agli amministratori delle Società coinvolte nell'operazione, un valore di riferimento rappresentativo del capitale economico di CAFC, nonché della quota azionaria che potrà essere emessa a favore dei Comuni Soci di POIANA a fronte del conferimento del 51% delle azioni detenute in POIANA.

I valori scaturenti dalla valutazione di POIANA potranno costituire un eventuale supporto alla valutazione dell'esperto di cui al comma 1 dell'art. 2343 C.c. al fine di definire il limite massimo di valore attribuibile alle partecipazioni conferite.

In considerazione delle finalità sottese alla valutazione, pertanto, nel presente lavoro si procederà con:

- a) la stima del valore economico di POIANA;
- b) la stima del valore economico di CAFC;
- c) il calcolo della quota di partecipazione dei Comuni Soci di POIANA in CAFC, nell'ipotesi che il conferimento avvenga per un valore pari al valore economico del 51% di ciascuna quota di partecipazione nel capitale di POIANA.

I principi cardine cui si deve ispirare la valutazione di un'azienda sono:

- (i) *razionalità*: la valutazione deve derivare da un processo logico, chiaro, convincente e quindi come tale largamente condivisibile; caratteristiche che devono essere veicolate dalla formula valutativa utilizzata;
- (ii) *dimostrabilità*: deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula valori e grandezze supportate da dati controllabili;
- (iii) *neutralità*: il processo di valutazione non deve contenere scelte meramente soggettive, arbitrarie, non disinteressate che possano influire sul risultato della stima;
- (iv) *stabilità*: il criterio di valutazione adottato deve permettere di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti da opinioni soggettive rispetto ad elementi oggettivi.

A tal proposito va evidenziato come nessuno dei metodi generalmente utilizzati per la valutazione aziendale (si veda infra, capitolo 4) riunisce tutte le caratteristiche indicate. Pertanto, lo stimatore deve scegliere di volta in volta il metodo più adatto all'azienda ed al settore di riferimento.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 10 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

In virtù degli interessi tutelati, per tutte le finalità per le quali viene predisposta la presente valutazione, la stima deve rispondere, oltre che ai principi sopra menzionati, anche, quanto più possibile, a principi di prudenza.

4. I metodi di stima: aspetti teorici e prassi

4.1 Metodi di stima: aspetti generali

La valutazione di un'azienda o di sue parti specifiche (business, rami aziendali, ...) presenta difficoltà notevolmente superiori a quelle richieste dalla valutazione di un investimento "standard", sia per la complessità della stima dei flussi di ritorno prodotti dall'oggetto di valutazione, sia per il problema della durata, in linea di principio indeterminata, che caratterizza un'azienda e che, necessariamente, comporta rilevanti conseguenze sul piano metodologico e di contenuto, aumentando la difficoltà delle stime e la possibilità di errori e imprecisioni.

La valutazione d'azienda è, pertanto, un procedimento complesso, che richiede l'individuazione e la quantificazione di numerose variabili, al fine di riuscire ad esprimere un dato che tenga conto di tutte le leve fondamentali di creazione del valore.

La dottrina economico-aziendale e la pratica operativa hanno elaborato nel tempo una grande varietà di costruzioni, le quali presentano impostazioni di fondo e caratteristiche anche profondamente diverse tra di loro. Tra queste si evidenziano:

- (a) **metodi fondati sull'attualizzazione di flussi futuri.** Si tratta di approcci tesi a determinare il valore aziendale come somma dei flussi prospettici generati dall'oggetto di valutazione. A loro volta, tali metodi si suddividono tra:
 - (i) metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi *reddituali*; tra questi trovano particolare diffusione gli approcci basati sul Reddito Operativo (RO) e quelli basati sul Reddito Netto (RN);
 - (ii) metodi fondati sull'attualizzazione di flussi *finanziari* (Discounted Cash Flow - DCF), tra i quali trovano particolare diffusione gli approcci basati sul Free cash flow operativo (FCFO) o sul Free Cash Flow netto per gli azionisti (FCFE);
- (b) **metodi patrimoniali.** Si tratta di approcci che stimano il valore aziendale come somma del valore di specifici *assets* aziendali;
- (c) **metodi fondati su approcci misti.** Si tratta di approcci che si basano sul presupposto che il valore di un'iniziativa sia formato da diversi addendi: il valore dei suoi *assets* e il valore dei sovraredditi, vale a dire dei redditi che superano il costo opportunità del capitale (il rendimento medio atteso per un investimento con lo stesso livello di rischio di quello dell'azienda). Tra i molti modelli proposti dalla letteratura appare particolarmente diffuso l'approccio noto come metodo misto patrimoniale-reddituale con separata valutazione del goodwill/badwill.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 11 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

(d) metodi basati su **misure comparabili** (multipli). Si tratta di approcci che stimano il valore economico aziendale comparando specifiche grandezze aziendali con grandezze relative ad altre imprese di cui si conosce il valore economico.

Di seguito si presentano sinteticamente i caratteri fondamentali delle metodologie citate, indicandone anche i principali pregi e limiti.

4.2 Metodi basati su flussi

I metodi fondati su valori-flusso (reddituale e finanziario) sono strettamente correlati al valore del “capitale economico” dell’impresa nell’ottica non della valorizzazione dei singoli assets che oggi determinano il patrimonio aziendale, ma della loro capacità di generare flussi in futuro, considerando pertanto l’azienda come un “organismo economico unitario”.

La formula generale di questa famiglia di metodi può essere espressa come di seguito:

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{F_T}{(1+i)^T}$$

dove:

W = Valore economico aziendale

F = Flussi prospettici da attualizzare (reddituale o finanziari)

I = Costo del capitale

T = Orizzonte temporale di osservazione.

Tale formula generale può poi assumere forme diverse a seconda che venga preso in considerazione:

- 1) un flusso medio normale o più flussi analitici;
- 2) un orizzonte temporale finito o infinito;
- 3) il riconoscimento o meno di un valore terminale nel caso di orizzonte temporale finito.

Nell’ambito dei metodi basati sui flussi si distinguono:

- Metodi reddituali
- Metodi finanziari.

4.2.1 Metodi Reddituali

Secondo il metodo reddituale il valore di un’azienda (o partecipazione) deriva dalla sua attitudine a generare reddito e quindi a produrre nuova ricchezza. Nell’approccio reddituale il patrimonio assume rilievo solo in quanto strumento per la produzione di reddito e viene considerato esclusivamente per gli effetti che esso produce sui risultati di gestione.

Per la definizione di tali redditi si prende generalmente in considerazione il risultato “medio normale” inteso come risultato d’esercizio privo dell’impatto della gestione straordinaria e degli effetti relativi al carico fiscale non destinati a ripetersi in futuro.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 12 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Una volta individuati i redditi prospettici, il valore del capitale proprio viene determinato attualizzando tutti i valori alla data di valutazione con un tasso di sconto definito.

La formula generale relativa al metodo in questione è di seguito rappresentata:

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{R_T}{(1+i)^T}$$

dove:

W = Valore economico aziendale

R = Redditi prospettici da attualizzare

I = Costo del capitale

T = Orizzonte temporale di osservazione.

Il flusso reddituale, ai fini della stima, deve essere integrato e rettificato con una serie di interventi riassumibili in tre processi:

- a) *normalizzazione*, volta a redistribuire nel tempo di proventi e costi “straordinari”, eliminare ricavi e costi estranei alla “gestione”, neutralizzare eventuali politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine (comprese quelle fiscali);
- b) *integrazione*, per esprimere nel risultato l’eventuale dinamica di beni immateriali e di altri valori non contabilmente espressi;
- c) *allineamento/adequamento* per eliminare eventuali effetti distorsivi dell’inflazione, rendendo così omogenea la successione temporale dei dati.

I metodi reddituali presentano nell’esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite è di pochi anni (anche se di solito mai inferiore a tre/cinque), ed il cui limite massimo teorico è l’infinito. All’interno di tali intervalli di valori, il perito dovrà valutare quale sia tempo ritenuto ragionevole ed utilizzare la versione della formula più corretta con lo scenario prescelto.

Potenzialità

Parte della letteratura ha evidenziato che:

- il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell’impresa; l’unico flusso in grado di garantire la conservazione del capitale è quello reddituale [Bini, 1997, p. 80]. In particolare è stato osservato che la valutazione reddituale può essere una stima del capitale economico, mentre la valutazione finanziaria non lo è mai [Guatri, 1998, p. 192];
- i risultati reddituali tendono a una minore variabilità rispetto ai risultati finanziari; conseguentemente le stime basate sui risultati reddituali appaiono più facilmente dimostrabili [Guatri, 1998];
- la possibilità di effettuare proiezioni prospettiche dei Risultati Netti consente di catturare l’evoluzione attesa della gestione. [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51].

Limiti e criticità

- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 13 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- i modelli reddituali non consentono di apprezzare condizioni in cui vi siano significative differenze tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario. Nello specifico si aggiunga che l'impianto metodologico dell'attualizzazione è finalizzato a trasferire nel tempo il valore di somme monetariamente disponibili; pertanto è solo con riferimento ai flussi di cassa che esso assume significato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001];
- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante (anche se contenuta) può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- l'esistenza di eventuali politiche di bilancio può inficiare le elaborazioni effettuate soprattutto ove si costruiscano le previsioni partendo da dati storici dell'impresa;
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei Risultati Netti necessitano di determinare il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare difficoltà nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese.

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta nei casi in cui vi siano condizioni di ***equilibrio economico stabile e duraturo***, ove il processo di normalizzazione dei redditi e la stabilizzazione dell'impiego di capitale siano pienamente ragionevoli.

In particolare questo approccio produce risultati significativi quando vi sono [Massari, 1998]:

- tassi di sviluppo contenuti;
- tassi di sviluppo elevati, ma senza investimenti consistenti in capitale circolante e in capitale immobilizzato;
- contenuta ciclicità;
- elevata ciclicità ma con sostanziale coerenza tra flussi reddituali e flussi monetari;
- stabilità della struttura finanziaria.

4.2.2 Metodi Finanziari

Con questi metodi l'azienda è vista alla pari di un investimento, il cui valore è dato dai flussi di cassa attesi dalla gestione, attualizzati al tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi omogenei e, quindi, confrontabili.

I metodi finanziari identificano il valore di un'azienda con la sommatoria dei flussi monetari che essa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati ad un tasso appropriato, ed in cui il flusso calcolato per l'anno n è comprensivo della liquidazione del patrimonio d'azienda.

In particolare, i metodi finanziari contemplan almeno tre tipologie di criteri valutativi:

- *analitici*, basati sulla stima di flussi di cassa futuri dettagliati per anno fino al termine della vita attesa dell'azienda;
- *sintetici*, che utilizzano semplificazioni nella stima dei flussi futuri o di determinate variabili di calcolo, al fine di semplificare il processo di valutazione;
- *analitici con Terminal Value*, soluzioni "ibride" che si basano su stime puntuali per un determinato periodo di previsione e stime sintetiche per le assunzioni di più lungo periodo.

Ciascuna di queste tipologie può a sua volta differenziarsi in base a determinate procedure operative di dettaglio seguite per la determinazione delle grandezze fondamentali necessarie ai fini della valutazione (in particolare, del tipo di flusso di cassa e del tasso di attualizzazione).

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCS S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 14 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Si ricorda, in questa sede, la differenza tra metodi finanziari *assets side* (in cui l'azienda è valutata in base al valore dei flussi di cassa generati a favore sia degli azionisti sia dei portatori di capitale di debito oneroso) e metodi *equity side* (l'azienda è valutata in base al valore dei soli flussi di cassa generati a favore degli azionisti).

I metodi finanziari *assets side* vengono anche generalmente chiamati metodi *Unlevered*, in quanto i flussi di cassa utilizzati per la valutazione sono quelli generati dall'attività operativa al lordo degli oneri finanziari.

La formula su cui si basa il metodo finanziario, nella versione attualmente più utilizzata (*Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*), è la seguente:

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{FC_T}{(1+i)^T} + \frac{VT_n}{(1+i)^n} + D + sa$$

con:

W = valore dell'azienda;

FC = flussi di cassa attesi anno per anno;

n = durata (in anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

i = tasso di attualizzazione posto pari al costo medio ponderato del capitale;

VT = valore finale, cioè dell'anno n dell'investimento (*Terminal Value*). Il flusso di cassa atteso non si arresta all'anno "n", cioè alla fine del periodo di valutazione, in quanto la vita dell'azienda è normalmente più lunga (tendenzialmente infinita). La definizione del valore finale VT è il modo per tener conto, in modo sintetico ed indiretto, dei flussi annuali imprevedibili, cioè di tutti quelli al di là della soglia di prevedibilità analitica;

D = valore attuale dei debiti finanziari, spesso sostituito dalla posizione finanziaria netta al data di valutazione;

sa = *surplus assets* (attività e/o passività non operative), oggetto di separata valutazione.

Le variabili da analizzare, verificare e sostenere ai fini valutativi sono quindi numerose ed in alcuni casi caratterizzate da una rilevante complessità.

Potenzialità

- le imprese tendono alla massimizzazione del flusso di cassa e conseguentemente i metodi finanziari di valutazione del capitale economico sono lo strumento più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine. Questo concetto viene spesso sintetizzato nel noto slogan "*Cash is the King*" [Copeland, Koller, Murrin, 1990];
- gli approcci finanziari consentono di apprezzare in modo puntuale i flussi di risultato prodotti dalle imprese riconoscendo il momento di effettiva manifestazione monetaria e valutando puntualmente gli investimenti in capitale circolante e immobilizzato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 32-52];
- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali o patrimoniali. Questo aspetto induce a ritenere che i FC siano estimatori puntuali della capacità dell'impresa di generare valore economico [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCS S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 15 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- la possibilità di effettuare proiezioni analitiche dei FC consente di catturare l'evoluzione attesa dei risultati d'impresa [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51];
- gli approcci FCFE consentono di valutare puntualmente i movimenti monetari derivanti da operazioni di finanziamento (acquisizione, remunerazione, restituzione) agevolando i processi di valutazione nelle ipotesi in cui si registrino frequenti interventi nella struttura finanziaria d'azienda [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001].

Limiti e criticità

A fronte di questo rigore metodologico, le modellizzazioni in esame presentano alcuni limiti. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- gli approcci finanziari in generale necessitano di una consistente attività di pianificazione finalizzata a stimare i risultati prospettici attesi. Questo aspetto, soprattutto in condizioni di forte variabilità della dinamica aziendale, può portare a sovrastimare o sottostimare i fabbisogni finanziari per investimenti in capitale circolante e immobilizzato con conseguente impatto in termini di determinazione del valore economico. Alcuni autori sottolineano come queste difficoltà siano tali da rendere gli approcci finanziari eccessivamente soggettivi e sottoposti ad un reale rischio di arbitrarietà [Guatri, 1998];
- gli approcci finanziari risentono di un vizio di sostanza tale da renderli sconsigliabili nei processi di valutazione delle aziende. In particolare, alcuni autori sottolineano come nella valutazione delle aziende non si possa utilizzare il medesimo principio che si applicherebbe per la valutazione di un singolo progetto. Il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell'impresa; il flusso di risultato da scontare non può essere quindi costituito da un flusso di cassa che non garantisce la conservazione del capitale [Bini, 1997, p. 80];
- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati, soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante dei flussi di *terminal value*, può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei FC utilizzano il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare difficoltà:
 1. nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese;
 2. nel trattare i flussi finanziari derivanti dalle forme di finanziamento ibride (prestiti obbligazionari convertibili, warrant, ...) [Massari, 1998; Donna, 1999; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004];

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta nelle condizioni in cui vi siano:

- imprese con tassi di sviluppo elevati o forte ciclicità dei risultati. In questo senso diventano particolarmente importanti le metodologie analitiche, dato che consentono di valutare puntualmente l'impatto della crescita aziendale e di evidenziare in modo più accurato i cicli economico-finanziari dell'impresa [Massari, 1998; Perrini, 2001]. Questi elementi positivi devono tuttavia essere soppesati considerando la maggiore difficoltà nella previsione dei flussi di risultato prospettici [Damodaran, 2001; Damodaran 2005];
- imprese con differenze significative tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario (situazioni di forte inflazione o elevata rischiosità d'impresa, con consistenti investimenti in capitale circolante e/o capitale immobilizzato). In questo senso diventano

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 16 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

particolarmente importanti le metodologie analitiche e quelle miste, dato che consentono una più accurata analisi degli investimenti necessari alla gestione [Massari, 1998];

- imprese dotate di *assets* fortemente interrelati e dotati di scarsa autonomia di valore. In queste condizioni il valore dei flussi di risultato prodotti dall'impresa nel suo complesso risulta significativamente superiore alla sommatoria dei singoli asset [Massari, 1998];
- imprese dotate di una struttura finanziaria relativamente stabile nel tempo. Questo elemento consente di evitare problematiche valutative collegate alla sopra/sotto valutazione del costo medio ponderato del capitale [Massari, 1998; Damodaran, 2001; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004].

4.3 Metodi patrimoniali

La stima patrimoniale si fonda sul tradizionale principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati. Entrano sempre nei calcoli, infatti, gli elementi attivi dotati di materialità, oltre naturalmente i crediti e la liquidità, mentre atteggiamenti diversi possono essere adottati in relazione ai beni immateriali.

Infatti a seconda che i beni immateriali siano o non siano considerati e del modo, nella prima ipotesi, in cui lo sono, si possono distinguere i seguenti metodi di stima e precisamente:

- stime patrimoniali semplici, che presentano all'attivo solo i beni materiali, oltre ai crediti ed alla liquidità;
- stime patrimoniali complesse, che comprendono la valorizzazione di uno o più beni immateriali (*intangibles*), con procedimenti appropriati allo scopo, come si dirà successivamente.

4.3.1 Metodo Patrimoniale semplice

La stima patrimoniale semplice esprime il cosiddetto "patrimonio netto tangibile rettificato", designato con il simbolo "K", secondo la formula

$$W = K$$

L'informazione patrimoniale semplice assume normalmente, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio, o comunque il patrimonio netto espresso da una situazione patrimoniale contabile, compreso l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è stata o sta per essere operata la distribuzione (dividendi, compensi agli amministratori, ecc.).

Partendo dal patrimonio netto contabile così stabilito, si procede in successione:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- a ri-esprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o di minusvalenze;

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 17 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- eventualmente ad aggiornare il valore dei crediti e di debiti differiti senza interessi, o con interessi non in linea con il mercato.

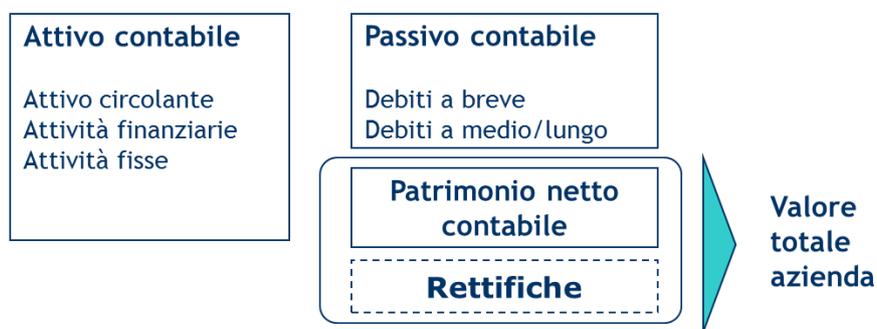
La revisione contabile può essere (e viene normalmente) omessa quando il bilancio è certificato. In tal caso è dovere dell'esperto prendere visione della relazione dei certificatori osservando e valutando le eventuali eccezioni da questi sollevate.

In assenza di certificazione del bilancio gli elementi attivi e passivi del capitale devono essere sottoposti a revisione, al fine di verificare, in generale, la loro corrispondenza a corrette regole contabili, di generale accettazione.

I principali criteri di valutazione utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, vengono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino viene valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di rimpiazzare quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e resa;
- i crediti e debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori.

Graficamente, la relazione tra patrimonio netto contabile e valore dell'azienda si può rappresentare come di seguito.



4.3.2 Metodo Patrimoniale complesso

La valutazione con il metodo patrimoniale complesso si pone l'obiettivo di integrare il valore del capitale economico ottenuto con il metodo patrimoniale semplice stimando il plusvalore che i fattori immateriali possono apportare alla Società valutata.

Per la stima del valore dei beni immateriali, si deve preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;

- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi (anche congiuntamente ad altri beni materiali o immateriali).

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

Anche nella pratica aziendale vi sono diversi metodi di valutazione analitica dei beni immateriali (metodi del costo, metodi economici, metodi empirici, ecc.).

L'estrema variabilità nel tempo delle condizioni praticate e la scarsa disponibilità di informazioni rendono tali criteri di non facile applicazione.

Il metodo patrimoniale complesso conduce alla determinazione di un patrimonio netto rettificato che comprende anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla formula:

$$W = K + I (1 - r)$$

dove:

- W = valore dell'azienda, posto pari al patrimonio netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali;
- K = patrimonio netto tangibile rettificato al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;
- I = valore beni immateriali;
- r = incidenza oneri fiscali potenziali.

4.3.3 Potenzialità e limiti dei metodi patrimoniali

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tali approcci si possono effettuare le seguenti considerazioni.

Potenzialità

- possibilità di giungere alla determinazione di un valore economico attraverso un processo relativamente semplice, all'interno del quale l'area di soggettività appare fortemente contenuta. In questo senso la letteratura ha evidenziato come, sebbene la metodologia patrimoniale non possa ritenersi un vero e proprio metodo di valutazione, essa possa condurre a un'informazione complementare utile per la stima finale del valore aziendale [Guatri, 1998];
- possibilità di identificare un valore di ricostruzione dell'impresa in ipotesi di funzionamento. Sulla base di questo approccio il modello in esame produce valori pari alle altre metodologie analizzate precedentemente solo ove la redditività normale ritraibile dall'impresa nel suo complesso sia pari alla sommatoria della redditività ottenuta dai diversi *assets* che costituiscono il patrimonio [Guatri, 1998].

Limiti e criticità

A fronte di questi elementi positivi possiamo segnalare alcune criticità. In particolare la focalizzazione sugli elementi patrimoniali:

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFSC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 19 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- implica una valutazione dettagliata di tutti gli *assets* dell'impresa con evidenti difficoltà di stima per i beni prodotti internamente o per i quali non esiste un mercato di riferimento [Massari, 1998];
- rende difficile identificare gli *assets* immateriali che non trovano immediata rappresentazione nel bilancio di esercizio;
- rende difficile procedere alla determinazione del valore di quei cespiti che non hanno un utilizzo autonomo ma il cui valore è fortemente dipendente dall'intera combinazione aziendale [Massari, 1998].

Queste caratteristiche rendono le metodologie patrimoniali particolarmente adatte se vi sono:

- dotazioni patrimoniali ingenti caratterizzate da elevata autonomia di valore, come tipicamente nelle imprese immobiliari o nelle holding [Massari, 1998];
- condizioni di ambiente competitivo relativamente stabili e conosciute, tali da fornire agevolmente i parametri utili alla valorizzazione dei beni immateriali [Massari, 1998].

4.4 Metodi misti

I metodi misti sono largamente utilizzati nella pratica, in quanto tendono a compendiare gli elementi di certezza e verificabilità tipici del metodo patrimoniale, con la validità concettuale di quelli finanziario o reddituale.

Si tratta nella sostanza di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo d'azienda considerato.

Nel caso in cui l'utilizzo del metodo misto dia luogo ad un risultato superiore rispetto al valore patrimoniale, si evidenzierà un *goodwill*. Nel caso opposto, si parlerà di *badwill*.

Tra i metodi misti si cita in particolare, per la diffusione e l'utilizzo nella prassi valutativa, il metodo patrimoniale con separata valutazione del *goodwill/badwill*.

4.4.1 Metodo patrimoniale con separata valutazione del goodwill/badwill

Il metodo basato sulla stima autonoma del *goodwill*, detto anche Metodo U.E.C. o metodo patrimoniale con correzione reddituale, tende a determinare il *goodwill* (o il *badwill*), da aggiungere (o sottrarre) al valore patrimoniale, mediante un procedimento di "stima autonoma".

Può essere presentato nelle seguenti principali varianti:

- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio;
- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito di alcuni esercizi. Tale metodo è utilizzabile per le valutazioni di aziende che hanno sviluppato adeguate tecniche di *budgeting*;
- metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito medio.

Di seguito si presenta la formula relativa alla variante con capitalizzazione limitata del reddito di alcuni esercizi, algoritmo di calcolo contenuto nei Principi Italiani di Valutazione relativamente al metodo in esame.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFIC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 20 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

$$W = K + \sum_{T=1}^n \frac{R_T - (i' * K'_T)}{(1 + i'')^T}$$

dove:

W = Valore dell'azienda

K = Patrimonio netto rettificato, determinato con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice o complesso

K' = Patrimonio netto rettificato previsto per ciascun anno T del periodo di previsione esplicita; tale valore può essere determinato come PN iniziale (cioè a K'_{(t-1)}) o come PN medio del periodo T

R = Reddito normalizzato atteso per ciascun anno T dell'orizzonte di previsione esplicita; determinato applicando il procedimento di normalizzazione a ciascuno dei risultati previsti per ogni anno del periodo di previsione esplicita

n = numero di anni del periodo di previsione esplicita, di norma 3-5 anni

i' = tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato; determinato normalmente con logiche assimilabili a quelle dei metodi basati sui flussi

i'' = tasso di attualizzazione del profitto o sovra reddito e va inteso come il compenso finanziario per il trascorrere del tempo: tale parametro è pertanto indipendente dal rischio specifico "impresa" e si collega a rendimenti finanziari "senza rischio" (tasso di rendimento di titoli di Stato per corrispondenti durate).

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tale approccio si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi.

Potenzialità

- il metodo basato sull'attualizzazione degli extraredditi (*goodwill/badwill*) consente di apprezzare valore generato o assorbito dall'impresa nei diversi esercizi offrendo un importante indicatore di performance, oltre che un modello per la valutazione dell'azienda [Stewart, 1990; Young, 1997, pp. 330-341];
- l'utilizzo delle rettifiche apportate al Patrimonio Netto ed ai Redditi prospettici consente di migliorare l'informazione economica, riducendo l'impatto di eventuali politiche contabili o di bilancio [Sandri, 2001, pp. 32-52].

Limiti e criticità

A fronte di queste potenzialità le modellizzazioni in esame presentano alcuni problemi applicativi. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- vi sono alcuni problemi applicativi nella determinazione del costo del capitale, che secondo la dottrina anglosassone deve essere calcolato utilizzando come riferimento i valori di mercato. A questo punto si crea una disomogeneità di trattamento, dato che il costo del capitale è determinato a valori di mercato mentre il capitale investito rimane calcolato a valori contabili anche se rettificati [Bacidore, Boquist, Milbour, Thakor, 1997];
- si possono riscontrare difficoltà nella stima del costo del capitale di rischio in particolare per le piccole e medie imprese.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 21 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta ove vi sono:

- capitale investito elevato;
- tassi di sviluppo elevati; In questo senso diventano particolarmente importanti le metodologie sintetiche a uno o due stadi di crescita, quelle miste e quelle analitiche [Stewart, 1990; Massari, 1998];
- contenuta ciclicità con andamento regolare nella formazione degli extra-redditi [Stewart, 1990; Massari, 1998].

4.5 Metodi basati sui multipli

Nella stima del valore di un'azienda si ricorre sovente all'utilizzo di metodi empirici, in cui la stima del valore del capitale economico viene quantificata sulla base del confronto rispetto al valore di "attività" simili oggetti di negoziazione sul mercato.

Nell'ambito dei suddetti metodi empirici, uno dei metodi più utilizzati è il metodo dei multipli di mercato mediante il quale il valore dell'azienda oggetto di valutazione viene stimato ricorrendo a multipli, riferiti alle principali grandezze aziendali (i.e. utile netto, Ebit, Ebitda) espresse dal mercato con riferimento a Società con analoghe caratteristiche settoriali.

Il sempre più frequente ricorso al metodo dei multipli trova giustificazione nella possibilità di calcolare con immediatezza un valore di transazione connesso al bene oggetto di valutazione.

Tuttavia il metodo dei multipli fornisce un'indicazione estremamente sintetica della realtà analizzata, proprio perché attribuisce un valore unitario al bene oggetto di valutazione, prescindendo dai singoli, diversi e complessi elementi che lo compongono. Pertanto il carattere empirico del metodo porta ad una valutazione concisa ed immediata dell'azienda, distinguendosi da altri metodi quale quello reddituale e il DCF per un minor approfondimento e per l'utilizzo di componenti più sintetiche.

Per questa ragione i multipli sono spesso utilizzati come metodo di controllo dei risultati ottenuti con altri metodi, piuttosto che come metodo principale.

I principali multipli utilizzati ai fini della valutazione di stima possono essere classificati all'interno delle seguenti macrocategorie:

- Multipli *Asset Side* (multipli dell'attivo);
- Multipli *Equity Side* (multipli del capitale).

I primi sono multipli determinati dal rapporto fra il valore di mercato dell'attivo dell'impresa (c.d. "*Enterprise Value*" - EV) e configurazioni differenti del risultato economico; principalmente l'utile, l'Ebit, l'Ebitda, ecc..

I secondi pongono al numeratore il prezzo del titolo azionario ed al denominatore l'utile netto.

Tra i metodi più utilizzati si possono citare:

- per i multipli *Asset Side*, "*Enterprise Value/Utile*", "*Enterprise Value/Ebit*", "*Enterprise Value/Ebitda*".
- per i multipli *Equity Side*, il "*Price/Earnig*" (P/E), il "*Price/Cash Flow*" ed il "*Price/Sales*".

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFEC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 22 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Potenzialità

La metodologia in esame:

- consente di giungere alla determinazione di un valore economico attraverso un processo relativamente semplice, all'interno del quale l'area di soggettività appare fortemente contenuta, essendo richiesto un numero limitato di ipotesi;
- consente di procedere alla determinazione del valore economico in modo molto veloce, permettendo quindi anche applicazioni frequenti e poco costose del calcolo;
- consente di giungere ad un valore in modo intuitivo, facile da comprendere, spiegare e presentare anche a non addetti ai lavori;
- consente di recepire le effettive condizioni del mercato in un determinato momento [Massari, 1998; Damodaran, 2001; Santini, 2007], riflettendo in questo modo sui prezzi le specifiche condizioni di rischiosità e performance percepite dal mercato su titoli di un certo comparto.

Limiti e criticità

A fronte di questi elementi positivi possiamo segnalare alcune criticità. In particolare, senza voler entrare nel dettaglio dei punti di forza e di debolezza delle singole misure, la focalizzazione su misure comparabili:

- non considera variabili quali livello di rischio, tassi di crescita e flussi reddituali e di cassa potenziali se non in modo implicito e quindi difficilmente comprensibile;
- in presenza di situazioni di forte speculazione su titoli di un determinato comparto o di mercati poco trasparenti e efficienti (come anche quello italiano), comporta rischi di sovra/sottostima in quanto fortemente legata agli andamenti della Borsa [Guatri, Bini, 2002];
- comporta che la stima effettuata sia particolarmente soggetta a manipolazioni per mancanza di trasparenza sulle ipotesi sottostanti, relative a passaggi fondamentali nell'applicazione del metodo (scelta del multiplo, definizione del tipo di grandezze da utilizzare per il calcolo del multiplo stesso, individuazione delle imprese comparabili, eventuale normalizzazione dei dati, ...) [Cotta Ramusino, Rinaldi, 2003].

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta solo in presenza di:

- consistenti basi informative, tali da garantire una serie statistica significativa di imprese comparabili [Damodaran, 2001];
- scarsa varianza dei valori dei multipli rilevati, che dovrebbe richiamare quindi una sufficiente omogeneità delle aziende comprese nel campione;
- condizioni di ambiente competitivo e finanziario relativamente stabili e conosciute, tali da fornire agevolmente i parametri utili alla definizione del multiplo [Massari, 1998].

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 23 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

5. Scelta del metodo per la stima del valore di POIANA

La scelta della metodologia di valutazione è stata effettuata considerando:

- a) le finalità dell'incarico;
- b) le caratteristiche della Società e del settore in cui opera;
- c) le informazioni disponibili.

La finalità generale dell'incarico, diffusamente descritta e rappresentata nelle pagine che precedono, è quella di determinare il valore del capitale economico delle due Società, funzionale all'operazione di conferimento del 51% delle azioni POIANA in CAFC con correlato aumento di capitale da parte di CAFC a favore dei soci di POIANA.

La metodologia di valutazione del conferimento è finalizzata a garantire i creditori ed i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; nell'ambito dell'Operazione, il conferimento avviene in una conferitaria già operativa, pertanto il conferimento richiede che sia garantito, nella valutazione, un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento.

Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che il valore di ciò che sarà conferito non sia inferiore a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

La valutazione delle azioni oggetto di conferimento si deve coniugare con l'impianto regolatorio che disciplina il settore idrico e che impone, nel caso di subentro al gestore del SII, il riconoscimento del Valore Residuo (VR) secondo quanto previsto dall'ARERA (Metodo Tariffario Idrico MTI-3 2020-2023); tale valore è frutto di una prospettiva di valutazione patrimoniale delle attività afferenti al SII ed è valorizzato secondo un algoritmo regolatorio che risulta coerente con quello di determinazione della tariffa. In sostanza, nella determinazione del "valore di mercato", il valore netto contabile delle immobilizzazioni materiali ed immateriali relative al ramo aziendale del settore idrico iscritto nel bilancio alla data di riferimento, dovrà essere sostituito dal Valore Residuo (VR) come emergente dall'applicazione delle regole disciplinate dall'ARERA.

A tal proposito va segnalato che, mentre la determinazione del VR è metodologicamente comune a tutti i gestori del servizio idrico integrato, e quindi garanzia di omogeneità di valutazione, l'iscrizione in bilancio degli investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali afferenti al SII possono essere oggetto di differenti modalità di contabilizzazione, con riferimento in particolare alla definizione della vita utile dei beni, e quindi alla quantificazione dei fondi ammortamento, ed alla rilevazione della componente di ricavo FoNI (Fondo Nuovi Investimenti).

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, la medesima ARERA ha recentemente osservato che le prassi contabili utilizzate nei bilanci di esercizio predisposti dagli operatori del settore SII, in applicazione delle regole di iscrizione e valutazione previsti dalla normativa e dai principi contabili di riferimento, evidenziano difformità applicative. Nello specifico, vi sono gestori che rilevano la componente FoNI quale ricavo immediato, con eventuale creazione di un vincolo sulle riserve di patrimonio netto, mentre, dall'altra parte, vi sono operatori che registrano la componente FoNI

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 24 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

quale ricavo differito nei risconti passivi, trattando quindi questa componente alla stregua di contributi in conto impianti.

Peraltro, ai fini della predisposizione dei Conti Annuali Separati (CAS), ARERA ha evidenziato che il Manuale di contabilità regolatoria, nella versione 3.2 aggiornata a fine 2018, prevede espressamente che la componente di ricavo FoNI sia assimilata contabilmente ad un contributo pubblico in conto impianti, e come tale debba essere rilevata nei CAS del gestore, indipendentemente dalla modalità di redazione del bilancio civilistico.

Infine si evidenzia che, in riscontro alla richiesta avanzata da Arera, l'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) ha trasmesso, in data 8 aprile 2019, un parere sul trattamento contabile della componente di ricavo derivante dal FoNI; in tale parere l'OIC ha sottolineato che "fermo restando che l'assenza di un principio contabile non consente di esprimersi a favore di uno specifico trattamento contabile tra quelli adottati nella prassi e tenuto in conto che [il comunicato dell'Autorità del 26 ottobre 2018] precisa che la metodologia indicata è obbligatoria nei CAS e non nella redazione del bilancio d'esercizio, questo Organismo ritiene opportuno che gli operatori, a partire dal bilancio chiuso al 31 dicembre 2018, indipendentemente dalla politica contabile utilizzata, adottino politiche di disponibilità delle riserve, per la parte alimentata dalla componente FoNI, coerenti con le tecniche regolatorie stabilite nella richiamata comunicazione dell'ottobre 2018".

Come precedentemente evidenziato, il metodo patrimoniale con valutazione degli *assets* con logiche regolatorie (VR) costituisce quindi una metodologia parzialmente adeguata a valutare Società operanti nel settore idrico; si dovranno inoltre valutare:

- i) il reddito derivante da aree di *business* non regolate dalla tariffa;
- ii) il sotto/sovra reddito prospettico derivante dalla differenza tra la redditività normale prevista dal regolatore (OPEX ammessi nel piano tariffario) e la redditività che emerge dai conti economici prospettici della Società (OPEX consuntivati).

Posto che, sostanzialmente, i ricavi tariffari dovrebbero coprire i costi prospettici dell'operatore comprensivi di oneri finanziari, a tendere il sistema tariffario dovrebbe portare ad un sotto/sovra reddito contenuto ma, nel breve-medio periodo, può consentire: a) in caso di efficientamento di costi particolarmente significativo, degli extraprofitto che potranno essere oggetto di riassorbimento nel tempo, attraverso i cicli quadriennali di rideterminazione della tariffa; b) la mancata copertura di costi operativi eccedenti quelli previsti a fini tariffari.

Quanto sopra ci ha indotto ad utilizzare un metodo misto patrimoniale – reddituale che consente, da un lato, di valutare il patrimonio della Società allineando l'attivo immobilizzato materiale e immateriale contabile con il Valore Residuo regolatorio e, dall'altro, di valorizzare gli eventuali redditi prospettici derivanti dalle attività nei settori non idrico e/o gli eventuali sovraredditi emergenti nel settore idrico, ad esempio a causa di significativi efficientamenti o sottoredditi.

Le considerazioni che precedono valgono per entrambe le Società oggetto di valutazione visto che operano entrambe nel settore idrico in via prevalente e che essendo le valutazioni finalizzate ad una operazione di conferimento si rende necessaria l'applicazione di una metodologia valutativa omogenea.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 25 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Tali considerazioni ci portano ad individuare, al fine della presente valutazione, quale metodo più adatto **il metodo misto patrimoniale-reddituale con separata valutazione del goodwill/badwill.**

6. La valutazione di POIANA

Per l'applicazione del metodo individuato si è ritenuto di effettuare alcune assunzioni valutative di base comuni, per quanto possibile, sia a CAFC che a POIANA.

Tali scelte riguardano, in particolare:

- (a) la logica di **valutazione degli asset materiali e immateriali relativi al SII** presenti a bilancio alla data di riferimento, per le quali si è ritenuto di applicare per la determinazione del Valore Residuo secondo quanto previsto dall'art. 29, lettera a) dell'Allegato A alla deliberazione ARERA 580/2019/R/IDR (Metodo Tariffario Idrico 2020-2023 - MTI-3), come modificata dalle deliberazioni: 235/2020/R/IDR, 639/2021/R/IDR e ss.;
- (b) per gli **altri asset operativi**, non rientranti nel SII, così come per gli **elementi dell'attivo circolante e del passivo**, il valore contabile è stato ritenuto adeguatamente rappresentativo del valore corrente, anche in considerazione del fatto che i bilanci di esercizio sono oggetto di revisione legale da parte di Società di revisione/ revisori legali indipendenti;
- (c) il trattamento di eventuali **beni in locazione finanziaria** con il metodo patrimoniale, in conformità alla previsione regolatoria della valorizzazione di tali beni tra le immobilizzazioni di terzi, che concorrono a determinare la componente tariffaria $\Delta CUIT$ e non rientrano pertanto nel calcolo della RAB in quanto non sono considerati cespiti del gestore del SII;
- (d) l'utilizzo di un **periodo di pianificazione di 3 anni**,
- (e) la **normalizzazione** dei redditi prospettici di tale periodo al fine di:
 - allineare le grandezze di conto economico alle previsioni regolatorie, indipendentemente dalle logiche contabili applicate dalle aziende, ed in particolare:
 - contabilizzazione del FoNI e dei contributi per allacciamenti come contributi in conto impianti;
 - utilizzo delle vite utili regolatorie relative ai cespiti e ai contributi;
 - neutralizzare i redditi derivanti da eventuali *surplus assets*, che vengono valutati separatamente.

Sulla base dei documenti a nostra disposizione e in assenza di un piano finanziario a 3-5 anni, nella valutazione delle due Società non è stato possibile utilizzare le proiezioni economiche puntuali, ed effettuare le correlate normalizzazioni, per ciascun anno del triennio di pianificazione; nello specifico si è proceduto come segue:

- pianificazione esplicita per l'esercizio 2022, sulla base dei dati rinvenuti dal forecast economico 2022 con riclassificazione del Foni a contributo e rettifiche per tener conto degli ammortamenti di cespiti e contributi in ottica regolatoria;

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 26 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- per gli anni 2023 e 2024: in assenza dei dati di dettaglio del conto economico regolatorio 2023, è stato considerato un risultato ante imposte costante per gli esercizi 2023 e 2024 pari a quello del 2022, ritenuto rappresentativo della miglior previsione possibile alla luce dei documenti forniti dalla Società.

6.1 Attività svolta

Ai fini della stima del valore economico della Società è stata svolta la seguente attività:

- analisi degli schemi di contabilità regolatoria consuntivi (CAS) 2021, quadratura con il bilancio d'esercizio e definizione puntuale degli assets inerenti il SII;
- analisi dei criteri di contabilizzazione, dei prospetti di calcolo e degli impatti sulle grandezze economico-patrimoniali di bilancio (ricavi del SII e altri ricavi, imposte anticipate, crediti/debiti per contributi, risconti passivi, riserve di patrimonio netto) in relazione a: FoNI, contributi per allacciamenti e contributi in conto impianti;
- verifica entità FoNI incassato e FoNI speso;
- verifica delle modalità di imputazione e calcolo della RAB ai fini della determinazione del valore residuo (VR) calcolati sulla base dei principi regolatori ARERA e ricalcolo del VR al 31.12.2021;
- riconciliazione, per quanto consentito dai dati messi a disposizione, tra libro cespiti e valore delle immobilizzazioni del gestore del SII (IP e FAIP) per categoria di immobilizzazione come previsto dagli schemi regolatori MTI-2 e MTI-3;
- esame e confronto tra vite utili civilistiche e vite utili regolatore per categoria di immobilizzazione;
- riconciliazione, per quanto consentito dai dati messi a disposizione, tra contributi conto impianti, per allacciamenti e Foni contabilizzati e valore dei contributi a fondo perduto incassati dal gestore del SII (CFP e FACFP) come previsto dagli schemi regolatori MTI-2 e MTI-3;
- riconciliazione tra immobilizzazioni in corso iscritte a bilancio e valore delle stesse al 31.12.2021 (LIC) secondo gli schemi regolatori MTI-2 e MTI-3;
- verifica dell'esistenza di operazioni di leasing finanziario e dei metodi di contabilizzazione in bilancio;
- esame dei costi operativi consuntivi 2019, 2020 e 2021 e previsionali da forecast 2022 e loro confronto con gli Opex riconosciuti in tariffa;
- esame dei conti economici prospettici del SII 2022-2023 inclusi nel Piano Economico Finanziario del Piano d'Ambito (PEF) e raffronto con i risultati contabili consuntivi 2020-2021 e con i CAS del SII per l'esercizio 2021;
- esame del Forecast economico 2022, raffronto con i conti economici consuntivi 2020-2021 e analisi degli scostamenti tra costi rilevati contabilmente e Opex riconosciuti in tariffa.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 27 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

6.2 Documentazione analizzata

Ai fini del lavoro di valutazione è stata acquisita ed analizzata la seguente documentazione:

- Bilanci d'esercizio e bilanci di verifica 2019, 2020, 2021, della Società, comprensivi di Nota integrativa, Relazione dell'Amministratore Unico, Relazione del Revisore legale, Relazione del collegio sindacale;
- Forecast Economico 2022;
- Dettaglio dei costi operativi consuntivi 2019, 2020 e 2021 e previsionali da forecast 2022;
- Libro cespiti della Società con evidenza dei contributi in conto impianti portati a riduzione del costo dei cespiti aggiornato al 31.12.2021;
- Conti annuali separati (CAS) 2020 e 2021 della Società comprensivi dei prospetti di quadratura con i valori di SP e CE dei bilanci di esercizio (acquedotto, fognatura, depurazione, altre attività idriche, attività diverse, funzioni operative condivise, servizi comuni, valori non attribuiti ed elisioni);
- Prospetto di sintesi del Foni riconosciuto in tariffa negli anni 2012-2021, prospetto degli impatti contabili della riclassifica del Foni a contributo dal 2012 al 2021, e prospetto dei ricavi per allacciamenti contabilizzati nel periodo 2012-2017 (non inclusi nei CFP in RDT);
- Inventario delle rimanenze afferenti ai contatori non installati al 31.12.2021;
- Convenzione per la gestione del SII;
- Deliberazione AEEGSI (oggi ARERA) 664/2015/R/idr, come modificata dalla deliberazione 17.12.2017 nr 918/2017/R/IDR e relativo Allegato A (Metodo tariffario idrico 2016-2019 – MTI-2), deliberazione ARERA 580/2019/R/IDR, come modificata dalla deliberazione 23.06.2020 nr 235/2020/R/IDR e relativo Allegato A (Metodo Tariffario Idrico 2020-2023 - MTI-3) e successive integrazioni di cui alla deliberazione 639/2021/R/IDR, Determina 1/2022 DSID, deliberazione 229/2022/R/IDR.
- Piano tariffario 2020-2023 e Relazione di accompagnamento della predisposizione tariffaria.
- RDT 2022 (Raccolta dati tecnici e tariffari) compilato dalla Società in relazione all'aggiornamento biennale delle predisposizioni tariffarie 2022-2023, inclusivo del Programma degli Interventi 2020-2023 e dei conti economici prospettici;
- Relazione di accompagnamento all'aggiornamento della predisposizione tariffaria e al PEF aggiornata al 2022.

Sono stati inoltre forniti ulteriori documenti ed informazioni richiesti e ritenuti rilevanti ai fini del processo di valutazione.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 28 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

6.3 Stima del valore di POIANA

Il processo di stima del valore economico di POIANA, secondo il metodo adottato, si è sviluppato nelle fasi di seguito descritte.

Fase 1: determinazione del patrimonio netto rettificato (PNR)

Ai fini della presente valutazione, al patrimonio netto di POIANA al 31.12.2021 (pari a 20.292 migliaia di Euro) sono state apportate le seguenti rettifiche:

- 1) **Valutazione dell'Attivo Immobilizzato dedicato al SII con modalità regolatorie** tramite:
 - a. storno di complessivi 15.590 migliaia di euro di elementi dell'attivo contabile, così composti:
 - i. 15.304 migliaia di euro relativi al valore netto contabile dell'attivo immobilizzato (materiale e immateriale) relativo al SII al netto dei contributi conto impianti a diretta riduzione del costo dei cespiti; rimangono nell'attivo beni extra SII per un valore residuo contabile di circa 7 mila euro, valutati, vista l'esigua entità, a valori di libro;
 - ii. 292 mila euro relativi a crediti per contributi afferenti al SII non incassati;
 - iii. (6) mila euro relativi a risconti passivi per contributi deliberati e non incassati su immobilizzazioni del SII in corso.
 - b. valorizzazione dell'attivo immobilizzato al 31.12.2021 con logiche regolatorie per un importo pari a 5.102 migliaia di euro, pari alla RAB dichiarata ai fini dell'aggiornamento biennale delle predisposizioni tariffarie 2022-2023, così come rideterminata nell'RDT anche a seguito del recepimento delle rettifiche riscontrate in fase di analisi.

Tale voce è così composta:

	ACQUEDOTTO POIANA		
	lordo	f.amm.to	NETTO
RAB 2023 (*) + LIC al 31.12.2021			
Immobilizzazioni lorde rivalutate	66.507		66.507
F.do amm.to imm. lorde rival.		45.877	45.877
Immobilizzazioni nette rivalutate	66.507	45.877	20.630
CFP (**) lordi rivalutati	24.588		24.588
F.do amm.to CFP rivalutato		8.141	8.141
CFP netti rivalutati	24.588	8.141	16.447
LIC (***) 31.12.2021 al lordo dei CFP già incassati	919		919
VR stimato			5.102

Note

(*) Comprende le entrate in esercizio fino al 31.12.2021

(**) Contributi a Fondo Perduto, compresi allacci e FoNI al netto dell'effetto fiscale ove riconosciuto

(***) Lavori In Corso afferenti il SII.

Si precisa che tra i lavori in corso afferenti al SII considerati nella determinazione del VR non sono stati inclusi i contatori in deposito presso la società, che contabilmente sono iscritti fra le rimanenze; non si dà luogo pertanto ad alcuna rettifica contabile in tal senso.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 29 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

L'effetto complessivo delle rettifiche di cui ai punti 1) a. e 1) b. determina una minusvalenza di 10.488 migliaia di euro al lordo dell'effetto fiscale. circa **7.562 migliaia di euro**. Si è ritenuto di rilevare l'effetto fiscale pro forma del 27,9% (imposte differite attive) pari ad € 2.926.000, stante la prospettata operazione di fusione di POIANA in CAFC, pertanto la minusvalenza netta si attesta in circa 7.562 migliaia di euro.

Nella tabella che segue viene riepilogato il processo di normalizzazione del patrimonio netto contabile al 31.12.2021.

(Importi in Euro/000)		Anno di riferimento	2021
0 Patrimonio netto contabile			20.292
Voci di normalizzazione			
1	Attivo Immobilizzato Contabile (immobilizzazioni materiali e immateriali) relativo al SII al netto dei contributi su investimenti		(15.304)
2	Risconti passivi contributi su investimenti in corso		6
3	Crediti per contributi su investimenti		(292)
(A)	Subtotale A: poste contabili oggetto di rettifica		(15.590)
4	Valorizzazione Attivo Immobilizzato secondo modalità regolatorie per la determinazione del Valore Residuo		5.102
(B)	Subtotale B: valore poste patrimoniali in ottica regolatoria		5.102
(C)	Subtotale C: Plus/Minusvalenza = (A) + (B)		(10.488)
5	Effetto fiscale su Plus/Minusvalenza = (C)*0,279		2.926
Patrimonio netto rettificato = (0) + (C) + (5)			12.730

Fase 2: determinazione dei redditi normalizzati

Come anticipato al capitolo 6 nella valutazione di POIANA è stato possibile utilizzare le proiezioni economiche puntuali esclusivamente per il primo esercizio (2022) del triennio di pianificazione considerato; di conseguenza si è proceduto come segue:

a. Con riferimento al 2022 il risultato ante imposte normalizzato è stato determinato come segue:

- 1) acquisendo il Forecast economico 2022 predisposto dalla Società, con dettaglio dei ricavi e dei costi (risultato ante imposte pari ad euro 49 mila);
- 2) apportando al Forecast economico 2022 le seguenti normalizzazioni:
 - i. adeguamento della voce A5) – ricavi per contributi di competenza per tener conto delle vite utili regolatorie;
 - ii. rettifica degli ammortamenti prospettici, per allinearli a quelli regolatori.

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 30 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Le rettifiche descritte sono necessarie per garantire omogeneità tra il criterio di valutazione delle immobilizzazioni del SII relative al patrimonio netto al 31.12.2021 e l'impatto reddituale che tali immobilizzazioni (e gli investimenti previsti per il 2022) avranno sui risultati prospettici.

b. Con riferimento al 2023 e 2024, in assenza di una previsione economica puntuale e dettagliata, il risultato ante imposte normalizzato è stato considerato costante e pari al risultato normalizzato rinveniente dal Forecast 2022.

Infine per calcolare i redditi netti normalizzati, sui risultati ante imposte normalizzati è stato calcolato l'impatto fiscale pro-forma, pari al 27,9% (24% IRES + 3,9% IRAP).

Al fine di agevolare la comprensione dell'impatto sui risultati d'esercizio della riclassifica del Foni a contributo, in allegato 1 si espongono i conti economici consuntivi degli ultimi tre esercizi, dal 2019 al 2021, ed il Forecast 2022 riclassificati, con evidenza in blu delle voci di rettifica/integrazione afferenti la riclassifica del Foni.

In allegato 2 si espongono i conti economici consuntivi e Forecast 2022 normalizzati con evidenza delle rettifiche descritte al precedente punto a. (adeguamento ammortamenti e rilascio dei risconti alle vite utili regolatorie).

L'effetto del processo di normalizzazione è raffigurato nella seguente tabella.

		POIANA		
Importi in migliaia di euro		2022	2023	2024
Risultato ante imposte previsto normalizzato		22	22	22
Effetto fiscale proforma (IRES)	24,0%	(5)	(5)	(5)
Effetto fiscale proforma (IRAP)	3,9%	(1)	(1)	(1)
Reddito d'esercizio normalizzato		16	16	16

Fase 3: determinazione del tasso di attualizzazione dei sopra/sotto redditi prospettici e determinazione del tasso di rendimento del capitale di rischio

I tassi di attualizzazione utilizzati sono quelli indicati da Arera all'art. 11 dell'Allegato A (MTI-3) alla Del. 27/12/19 nr 580/2019/R/idr come modificato e integrato dalle delibere 235/2020/R/IDR, 639/2021/R/IDR e seguenti. Di seguito si sintetizzano i parametri dedotti dai documenti pubblicati da ARERA:

- Kd real: rappresenta il conto del debito e comprende al suo interno il tasso risk free (0,13%) ed il Debt Risk Premium; il valore complessivo è pari al 2,4%;
- tc: è l'aliquota per il calcolo dello scudo fiscale posta per la determinazione tariffaria 2020-2023, pari a 24%;
- β : è la rischiosità relativa del SII rispetto a quello medio di mercato; per il quadriennio 2020-2023 è posto pari a 0,79%;
- ERP: è il premio per il rischio di mercato che, considerando le specifiche del settore idrico, è posto pari al 4%

La composizione delle fonti prevede 1/3 di Debito e 2/3 di Equity.

Componente	Riferimento normativo	Valore
Kd real netto scudo fiscale Kd real * (1-24%)	art. 11.2 MTI-3; All. A alla Del. 27/12/19 nr 580/2019/R/idr come modificato ed integrato dalle dalle Del. 23/06/20 nr 235/2020/R/IDR e Del. 30/12/21 nr 639/2021/R/IDR	1,82%
Kd real netto scudo fiscale * D/(D+E)		0,61%
Componente a copertura della rischiosità (α) = Beta * ERP * E/(D+E)		2,11%
ROE normale atteso di settore		2,72%

Beta	art. 11.4 MTI-3; All. A alla Del. 27/12/19 nr 580/2019/R/idr come modificato ed integrato dalle Del. 23/06/20 nr 235/2020/R/IDR e Del. 30/12/21 nr 639/2021/R/IDR	0,79
ERP		4,0%
D/(D+E)		1/3

Fase 4: stima dei sopra/sotto redditi attualizzati (Goodwill/Badwill)

La stima dei sopra/sotto redditi attualizzati (Goodwill/Badwill) è stata realizzata secondo il processo di seguito descritto:

- 1) determinazione del patrimonio netto rettificato previsto per ciascuno dei 3 esercizi di proiezione; assumendo che la Società non distribuisca alcun dividendo durante tale periodo, il PNR previsto per ciascun anno (a) dell'orizzonte sarà pari a:

$$PNR_a = PNR_{(a-1)} + RNP_a$$

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCS S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 32 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

- 2) determinazione del patrimonio netto rettificato **medio** per ciascuno dei 3 esercizi di proiezione, pari a:

$$PNR \text{ medio}_a = \frac{(PNR_{(a-1)} + PNR_{(a)})}{2}$$

- 3) determinazione del risultato atteso di settore per ciascuno dei 3 esercizi di proiezione, pari a:

$$RAS_a = PNR_{(a)} * i'$$

- 4) determinazione del sopra/sotto reddito per ciascuno dei 3 esercizi di proiezione, pari a:

$$\text{sopra o sotto reddito}_a = RNP_a - RAS_a$$

- 5) attualizzazione dei sopra/sotto redditi alla data di riferimento della valutazione (31.12.2021) utilizzando il tasso *free risk* (i'')

L'effetto del processo descritto è illustrato nella tabella seguente.

		POIANA		
Patrimonio netto rettificato	12.730	(a)		
ROE normale atteso di settore	2,72%			
<i>Risultato normalizzato azienda</i>		16	16	16
Dividendi previsti		0	0	0
Patrimonio netto rettificato previsto		12.746	12.762	12.777
PNR previsto (media anno)		12.738	12.754	12.770
<i>Risultato atteso di settore</i>		346	347	347
Sopra/sotto redditi dell'azienda		(331)	(331)	(331)
Tasso di attualizzazione (tasso free risk)	0,13%			
Sopra/sotto redditi attualizzati		(330)	(330)	(330)
Goodwill/badwill	(991)	(b)		

Fase 5: valutazione dei surplus assets

Non sono stati rilevati surplus assets da valutare separatamente.

Fase 6: stima del valore di POIANA (Equity value)

Alla luce di un tanto, la stima del valore economico della Società è così riepilogabile:

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFCC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 33 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Importi in migliaia di Euro		
Patrimonio netto rettificato (PNR)	12.730	108,4%
Goodwill/badwill	(991)	-8,4%
Surplus Assets	0	0,0%
Stima Equity Value POIANA	11.740	100,0%

6.4 Stima della quota azionaria che potrà essere emessa da CAFC a favore dei Comuni Soci di POIANA nell'ambito dell'operazione di aumento di capitale riservato da liberarsi tramite conferimento del 51% delle azioni di POIANA

La stima della quota azionaria che potrà essere emessa a favore dei Comuni soci di POIANA nell'ambito della prospettata Operazione, è funzione di due grandezze:

- a) il valore economico di CAFC prima del prospettato ingresso dei Comuni soci di POIANA, come determinato nella relativa perizia di stima;
- b) il valore economico pari al 51% del POIANA che sarà oggetto di conferimento in CAFC.

Alla luce di un tanto, la quota azionaria a favore dei soci di POIANA si può determinare come di seguito:

<u>(A) Stima Equity Value CAFC</u>	100.568	migliaia di Euro
<u>(B) Stima del valore del 51% dell'Equity Value di POIANA conferito in CAFC</u>	5.987	migliaia di Euro
<u>(C) Valore dell'aggregato post conferimento (A+B)</u>	106.555	migliaia di Euro
Quota azionaria a favore dei soci di POIANA (B)/(C)	5,619%	

7. Sintesi e conclusioni

Sulla base delle considerazioni, elaborazioni e valutazioni condotte, il valore economico di POIANA è stimato pari a:

11.740 (undicimilasettecentoquaranta) migliaia di Euro

La stima della quota azionaria che potrà essere emessa da CAFC a favore dei Comuni Soci di POIANA nell'ambito dell'operazione di aumento di capitale riservato da liberarsi tramite conferimento di azioni rappresentanti il 51% del capitale sociale di POIANA, è pari a:

5,619% (cinquevirgolaseicentodiciannove per cento)

Udine, 18 gennaio 2023

DOTT. PIETRO DEL FABBRO Dottore Commercialista – Revisore Contabile

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 35 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Allegati

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 36 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Progetto	Integrazione Societaria tra CAFC S.p.A. e Acquedotto Poiana S.p.A.	pag. 37 di 39
Contenuto	Stima del valore di POIANA e della quota azionaria da emettersi a favore dei Comuni Soci di POIANA	

Allegato 1 – Conti economici consuntivi 2019 – 2021 e Forecast 2022 riclassificati con Foni a contributo

SII								
Importi in €/1000	2.019	%	2.020	%	2.021	%	Forecast 2022	%
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.120	98,7%	9.035	122,9%	8.198	111,5%	8.955	114,8%
1) scorporo quota FoNI ricavato	(1.314)	(16,0%)	(2.296)	(31,2%)	(2.521)	(34,3%)	(3.090)	(39,6%)
2) variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	-	-	-	-	-	-	-	-
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione	440	5,3%	(566)	(7,7%)	-	-	-	-
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	196	2,4%	229	3,1%	314	4,3%	465	6,0%
5) altri ricavi e proventi	208	2,5%	147	2,0%	328	4,5%	259	3,3%
5) integrazione per risconti FONI a CFP	581	7,1%	801	10,9%	1.031	14,0%	1.213	15,5%
A) Valore della produzione	8.230	100,0%	7.350	100,0%	7.351	100,0%	7.802	100,0%
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	387	4,7%	381	5,2%	387	5,3%	481	6,2%
7) per servizi	3.641	44,2%	3.539	48,1%	2.844	38,7%	3.506	44,9%
8) per godimento di beni di terzi	597	7,2%	580	7,9%	493	6,7%	433	5,6%
9) per il personale	1.841	22,4%	1.853	25,2%	1.899	25,8%	1.872	24,0%
10) ammortamenti	1.554	18,9%	1.710	23,3%	1.749	23,8%	1.390	17,8%
10) svalutazioni	80	1,0%	65	0,9%	76	1,0%	-	-
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	8	0,1%	(17)	(0,2%)	(0)	(0,0%)	(26)	(0,3%)
12) accantonamenti per rischi	-	-	-	-	-	-	-	-
13) altri accantonamenti	-	-	-	-	73	1,0%	-	-
14) oneri diversi di gestione	323	3,9%	280	3,8%	303	4,1%	236	3,0%
B) Costi della produzione	8.429	102,4%	8.390	114,1%	7.825	106,5%	7.892	101,2%
Differenza A-B	(199)	(2,4%)	(1.040)	(14,1%)	(474)	(6,5%)	(90)	(1,2%)
15) proventi da partecipazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
16) altri proventi finanziari	28	0,3%	26	0,4%	50	0,7%	40	0,5%
17) interessi ed altri oneri finanziari	(2)	(0,0%)	(2)	(0,0%)	(3)	(0,0%)	(1)	(0,0%)
C) Proventi e oneri finanziari	25	0,3%	24	0,3%	47	0,6%	39	0,5%
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	-	-	-	-	-	-	-	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE SII	(174)	(2,1%)	(1.015)	(13,8%)	(427)	(5,8%)	(52)	(0,7%)
EXTRA SII								
Importi in €/1000	2.019		2.020		2.021		Forecast 2022	%
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
2) variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	-	-	-	-	-	-	-	-
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione	-	-	-	-	-	-	-	-
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	-	-	-	-	-	-	-
5) altri ricavi e proventi	8	100,0%	11	100,0%	34	100,0%	102	100,0%
A) Valore della produzione	8	100,0%	11	100,0%	34	100,0%	102	100,0%
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	1	9,9%	-	-	-	-	-	-
7) per servizi	-	-	-	-	-	-	-	-
8) per godimento di beni di terzi	-	-	-	-	-	-	-	-
9) per il personale	-	-	-	-	-	-	-	-
10) ammortamenti	0	5,4%	0	4,0%	0	1,3%	0	0,4%
10) svalutazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	-	-	-	-	-	-	-	-
12) accantonamenti per rischi	-	-	-	-	-	-	-	-
13) altri accantonamenti	-	-	-	-	-	-	-	-
14) oneri diversi di gestione	-	-	-	-	1	3,6%	1	1,0%
B) Costi della produzione	1	15,3%	0	4,0%	2	5,0%	1	1,4%
Differenza A-B	7	84,7%	11	96,0%	32	95,0%	101	98,6%
C) Proventi e oneri finanziari	-	-	-	-	-	-	-	-
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	-	-	-	-	-	-	-	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE EXTRA SII	7	84,7%	11	96,0%	32	95,0%	101	98,6%
SII + EXTRA SII								
RISULTATO ANTE IMPOSTE COMPLESSIVO (SII + EXTRA SII)	(167)	(2,0%)	(1.005)	(13,6%)	(396)	(5,4%)	49	0,6%
IRIS	160	1,9%	145	2,0%	265	3,6%	-	-
IRAP	37	0,5%	33	0,5%	59	0,8%	-	-
Imposte differite / anticipate	(1)	(0,0%)	(13)	(0,2%)	(17)	(0,2%)	-	-
effetto foni CFP	(205)	(2,5%)	(417)	(5,7%)	(416)	(5,6%)	-	-
20) Imposte sul reddito	(8)	(0,1%)	(252)	(3,4%)	(109)	(1,5%)	-	-
RISULTATO NETTO	(158)	(1,9%)	(753)	(10,2%)	(286)	(3,9%)	-	-

Allegato 2 – Conti economici consuntivi 2019-2021 e Forecast 2022 normalizzati (ante imposte)

SII								
Importi in €/1000	2019	%	2020	%	2021	%	Forecast 2022	%
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.120	96,2%	9.035	121,0%	8.198	111,5%	8.955	115,3%
1) scorporo quota FoNI ricavo	(1.314)	(15,6%)	(2.296)	(30,8%)	(2.521)	(34,3%)	(3.090)	(39,8%)
2) variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	0	-	0	-	0	-	0	-
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione	440	5,2%	(566)	(7,6%)	0	-	0	-
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	196	2,3%	229	3,1%	314	4,3%	465	6,0%
5) altri ricavi e proventi	208	2,5%	147	2,0%	328	4,5%	259	3,3%
5) altri ricavi e proventi: contributi	0	-	0	-	0	-	-	-
5) rettifica contributi CFP per adeguamento VU Arera	212	2,5%	116	1,5%	0	(0,0%)	(32)	(0,4%)
5) integrazione per risconti FONI a CFP	581	6,9%	801	10,7%	1.031	14,0%	1.213	15,6%
A) Valore della produzione	8.442	100,0%	7.466	100,0%	7.351	100,0%	7.769	100,0%
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	387	4,6%	381	5,1%	387	5,3%	481	6,2%
7) per servizi	3.641	43,1%	3.539	47,4%	2.844	38,7%	3.506	45,1%
8) per godimento di beni di terzi	597	7,1%	580	7,8%	493	6,7%	433	5,6%
9) per il personale	1.841	21,8%	1.853	24,8%	1.899	25,8%	1.872	24,1%
10) ammortamenti	1.554	18,4%	1.710	22,9%	1.749	23,8%	1.390	17,9%
10) rettifiche per adeguamento investimenti e VU ARERA	(624)	(7,4%)	(594)	(8,0%)	(528)	(7,2%)	(5)	(0,1%)
10) svalutazioni	80	0,9%	65	0,9%	76	1,0%	0	-
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	8	0,1%	(17)	(0,2%)	(0)	(0,0%)	(26)	(0,3%)
12) accantonamenti per rischi	0	-	0	-	0	-	0	-
13) altri accantonamenti	0	-	0	-	73	1,0%	0	-
13) altri accantonamenti - contributi allacci	0	-	0	-	0	-	0	-
14) oneri diversi di gestione	323	3,8%	280	3,7%	303	4,1%	236	3,0%
B) Costi della produzione	7.805	92,5%	7.796	104,4%	7.297	99,3%	7.887	101,5%
Differenza A-B	637	7,5%	(330)	(4,4%)	54	0,7%	(118)	(1,5%)
15) proventi da partecipazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
16) altri proventi finanziari	28	0,3%	26	0,3%	50	0,7%	40	0,5%
17) interessi ed altri oneri finanziari	-2	(0,0%)	(2)	(0,0%)	(3)	(0,0%)	(1)	(0,0%)
C) Proventi e oneri finanziari	25	0,3%	24	0,3%	47	0,6%	39	0,5%
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	0	-	0	-	0	-	0	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE SII	662	7,8%	(306)	(4,1%)	101	1,4%	(79)	(1,0%)
EXTRA SII								
Importi in €/1000	2019	%	2020	%	2021	%	Forecast 2022	%
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
2) variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	-	-	-	-	-	-	-	-
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione	-	-	-	-	-	-	-	-
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	-	-	-	-	-	-	-
5) altri ricavi e proventi	8	100,0%	11	100,0%	34	100,0%	102	100,0%
A) Valore della produzione	8	100,0%	11	100,0%	34	100,0%	102	100,0%
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	1	9,9%	0	-	0	-	-	-
7) per servizi	-	-	-	-	-	-	-	-
8) per godimento di beni di terzi	-	-	-	-	-	-	-	-
9) per il personale	-	-	-	-	-	-	-	-
10) ammortamenti	0	5,4%	0	4,0%	0	1,3%	0	0,4%
10) svalutazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-	-	-	-	-	-	-	-
12) accantonamenti per rischi	-	-	-	-	-	-	-	-
13) altri accantonamenti	-	-	-	-	-	-	-	-
14) oneri diversi di gestione	0	-	0	-	1	3,6%	1	1,0%
B) Costi della produzione	1	15,3%	0	4,0%	2	5,0%	1	1,4%
Differenza A-B	7	84,7%	11	96,0%	32	95,0%	101	98,6%
C) Proventi e oneri finanziari	0	-	0	-	0	-	0	-
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	0	-	0	-	0	-	0	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE EXTRA SII	7	84,7%	11	96,0%	32	95,0%	101	98,6%
SII + EXTRA SII								
RISULTATO ANTE IMPOSTE COMPLESSIVO (SII + EXTRA SII)	669	7,9%	(295)	(3,9%)	133	1,8%	22	0,3%