

# AEMME Linea Ambiente S.r.l.

---

Valutazione del valore del capitale economico di “ALA S.r.l.”

## Sommario

1.	PREMESSA: NATURA DELL'INCARICO CONFERITO	3
2.	OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA	3
3.	NOTIZIE SULLA SOCIETÀ, SUI BENI AZIENDALI E SULL'ATTIVITÀ SVOLTA	7
4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E DATA DI RIFERIMENTO	8
5.	CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO	9
5.1.	Il metodo del <i>Discounted Cash Flow</i> (metodo principale di valutazione)	10
5.2.	Il metodo misto patrimoniale-reddituale (metodo di controllo della valutazione)	11
6.	DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI UTILIZZATI	12
7.	PROCESSO DI VALUTAZIONE	16
7.1	DETERMINAZIONE DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)	17
7.2	IL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW (METODO PRINCIPALE DI VALUTAZIONE)	18
7.2.1	Determinazione degli <i>Unlevered Free Cash Flow</i>	18
7.2.2	Determinazione dell' <i>Enterprise Value</i>	18
7.2.3	Determinazione della posizione finanziaria netta	19
7.2.4	Determinazione dei Surplus Asset	19
7.2.5	Determinazione del valore del capitale economico	20
7.2.6	Analisi di sensitività dei risultati ottenuti	21
7.3	IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE (METODO DI CONTROLLO DELLA VALUTAZIONE)	21
7.3.1	Determinazione del capitale netto rettificato	21
7.3.2	Determinazione del reddito medio normalizzato atteso	21
7.3.3	Orizzonte temporale di riferimento e tasso di crescita <i>g</i>	22
7.3.4	Determinazione del valore del capitale economico	22
7.3.5	Analisi di sensitività dei risultati ottenuti	23
8.	PRIME CONCLUSIONI	23
9.	CONCLUSIONI	24

## 1. PREMESSA: NATURA DELL'INCARICO CONFERITO

I Sottoscritti dott. Giulio Tedeschi (di seguito anche gli "Scriventi" o i "Sottoscritti"), dottore commercialista, nato a Bergamo il 29/07/1958, domiciliato a Milano in Via Melchiorre Gioia n. 8, C.F. TDSGLI58L29A794A - iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 1600 e iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n. 57203 MEF e dott. Leonardo Fortunato, dottore commercialista, nato a Castrovillari (CS) il 03/10/1985, domiciliato a Milano in Via Melchiorre Gioia n. 8, C.F. FRTL RD85R03C349J iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 8860, sono stati incaricati di redigere la presente Relazione (di seguito anche la "Relazione"), avente ad oggetto la ragionevolezza e la congruità del valore economico, determinato da PricewaterhouseCoopers (nel seguito anche "PwC" o l'"Advisor"), della società *target* AEMME Linea Ambiente S.r.l. (di seguito anche "ALA" o la "Società").

Per l'espletamento dell'incarico i Sottoscritti hanno proceduto a svolgere un esercizio valutativo autonomo onde individuare il valore del capitale economico di ALA e così comparato con quello sviluppato da PwC.

In esecuzione dell'incarico ricevuto e dopo aver esaminato la documentazione societaria fornita, esperiti i necessari controlli e fissati i metodi e i criteri estimativi che hanno guidato la redazione della presente Relazione, i Sottoscritti sono addivenuti alla valutazione di seguito riportata.

Nelle conclusioni sono altresì accennati i principali scostamenti assunti nello sviluppo della metodologia di valutazione.

## 2. OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA

Come anticipato, oggetto della valutazione e della presente Relazione è il capitale economico della Società ALA con sede legale in Magenta (MI), Via Crivelli n.39, capitale sociale di Euro 2.265.233 (duemilioniduecentosesantacinquemiladuecentotrentatre/00), codice fiscale e numero d'iscrizione al Registro Imprese di Milano Monza Brianza Lodi 06483450968.

Per lo svolgimento dell'incarico conferito i Sottoscritti hanno dapprima preso contatto con il *management* di ALA al fine di ottenere la documentazione della Società necessaria per la predisposizione della Relazione (meglio dettagliati nel prosieguo), e hanno preso visione e analizzato il parere valutativo predisposto da PwC del quale si riportano nel seguito i principali parametri.

Il parere valutativo predisposto da PwC ha come data di riferimento il 31 dicembre 2024 e utilizza come metodologia principale di valutazione una metodica finanziaria quale il *Discounted Cash Flow* (DCF) e come metodologia di controllo una metodica di mercato basata sui multipli derivanti da transazione comparabili.

Ai fini della determinazione del valore di ALA, PwC ha analizzato i seguenti documenti:

- Documento descrittivo del Business plan di ALA;
- Business plan in formato excel della Società;
- Bilanci di verifica della società 2021 - 2022 - 2023 e Q3-2024;
- Documento di calcolo della RAB prospettica;
- Documento riepilogativo dei contratti attivi per comune;
- Documento riepilogativo delle date di affidamento della attività per comune.

Nello specifico, le principali assunzioni poste alla base della valutazione sono state le seguenti:

- *Tax rate* pari al 28,2% determinato in base all'aliquota fiscale italiana sui redditi d'impresa, risultante dalla somma di IRES e IRAP;
- *WACC* pari a 8,5% calcolato sulla base di un panel di società comparabili quotate, includendo un premio per la dimensione aziendale;
- *Terminal Value* determinato analiticamente sulla base delle seguenti assunzioni:
  - incidenza media dell'EBITDA (calcolata sugli anni di Piano) applicata ai ricavi prospettici;
  - investimenti stimati sulla base del rapporto *Capex/Sales* dell'ultimo anno di previsione esplicita;
  - ammortamenti pari al 75% degli investimenti;
  - tasso di crescita *g* pari al 1,5% desunto dal *release* di ottobre 2024 del *World Economic Outlook*.

Sulla base delle suddette assunzioni, PwC ha determinato il valore del capitale economico di ALA come segue:

	Anno	2024 F	2025 B	2026 B	2027 B	TV
		€/1.000	€/1.000	€/1.000	€/1.000	€/1.000
<i>Free Cash Flow (FCF)</i>			(689)	1.455	1.713	1.179
<b>WACC</b>		<b>8,5%</b>				
<b>g</b>		<b>1,5%</b>				
Totale valore attuale FCF		2.021				
Valore attuale Terminal value		13.669				
Aggiustamento crediti YE 2024		(755)				
Conguaglio costi		418				
<b>Enterprise value</b>		<b>15.353</b>				
Bridge to Equity		(2.090)				
<b>Equity value</b>		<b>17.443</b>				

PwC è quindi giunta ad una valorizzazione del capitale economico di ALA pari ad **euro 17.443 migliaia**.

Ottenuta tale valorizzazione, PwC ha effettuato un'analisi di sensitività sul valore del capitale economico di ALA, applicando una variazione del  $\pm 25\%$  sia sul tasso di crescita di lungo periodo (*g*) sia sul costo medio ponderato del capitale (*WACC*). Tale analisi ha consentito di valutare l'impatto di possibili oscillazioni di questi parametri sulla stima complessiva, identificando il seguente range di valori:

g / WACC	8,3%	8,5%	8,8%
1,3%	17.501	16.941	<b>16.418</b>
1,5%	18.042	<b>17.443</b>	16.885
1,8%	<b>18.625</b>	17.982	17.385

L'analisi di sensitività effettuata ha restituito un *range* di valori compreso tra un **minimo di euro 16.418 migliaia** e un **massimo di euro 18.625 migliaia**.

Come precedentemente indicato, il valore determinato tramite l'applicazione della metodologia principale è stato successivamente sottoposto a verifica mediante l'applicazione di una metodologia di controllo basata sul metodo dei multipli di mercato, utilizzando transazioni comparabili. A tal fine, PwC ha selezionato operazioni riguardanti società *target* operanti nel settore della raccolta dei rifiuti in Italia, aventi per oggetto il trasferimento di quote di maggioranza. Per questa ragione, sui multipli di transazione è stato applicato uno sconto, al fine di depurare i multipli del c.d. "premio di controllo". Tale sconto è stato determinato sulla base di un'analisi condotta sui premi di controllo pagati nell'ambito di operazioni di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) avvenute in Italia negli ultimi cinque anni, tale sconto è stato stimato dall'*Advisor* in misura pari al 25%.

In particolare, l'applicazione della metodologia dei multipli è stata effettuata utilizzando l'approccio delle transazioni comparabili, mediante il quale è possibile determinare il valore dell'impresa facendo riferimento ai dati emersi in transazioni che necessariamente devono riferirsi a realtà simili a quelle della società *target*. Nel caso di specie per la determinazione del multiplo di riferimento (EV/EBITDA), PwC, ha fatto riferimento a transazioni comparabili avvenute tra società con oggetto sociale simile a quello di ALA, tenendo anche conto del mercato di riferimento, andando ad identificare i seguenti multipli, a cui è stato applicato lo sconto di cui sopra:

	EV/EBITDA	Sconto	EV/EBITDA Adj
Mediana	5,9	25%	4,4
Media	6,2	25%	4,6

In tal modo, identificato il multiplo di riferimento e scontato del 25% al fine di rendere più omogeneo il processo di raffronto, è stato ottenuto un multiplo compreso tra il 4,4x e il 4,6x, da applicare all'EBITDA della Società.

Dopo aver ricevuto il parere valutativo di PwC, che si riporta in allegato alla presente Relazione, i Sottoscritti ha proceduto alla redazione del presente parere valutativo al fine di determinare un valore economico per ALA, con l'obiettivo di verificare quanto determinato dall' *Advisor*.

Si precisa che il "valore economico" che sarà individuato nell'ambito della presente Relazione, in virtù della natura e della specifica finalità dell'incarico ricevuto, deve essere interpretato e utilizzato esclusivamente per gli scopi e la finalità da questo previsti. Pertanto, nell'indicare la scelta del criterio di valutazione adottato, i Sottoscritti sono chiamati, in primo luogo, ad individuare le finalità che tale lavoro deve perseguire.

È infatti compito dei Sottoscritti scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche che la prassi individua per le valutazioni, quella che meglio delle altre consente di raggiungere lo scopo e le finalità della presente Relazione e che, conseguentemente, meglio si adatti alla realtà specifica.

Nel caso in esame, si tratta di pervenire ad una determinazione del valore quanto più possibile astratta (nel senso che prescinda da interessi particolari), razionale (nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico chiaro e condivisibile), obiettiva (nel senso che sia dimostrabile), stabile (nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli).

Per tali motivi, il valore economico generale teorico si differenzia da un possibile valore economico soggettivo e così pure da un eventuale prezzo, sempre negoziabile in sede contrattuale.

Richiamata la natura e la finalità dell'incarico, al fine della redazione della presente Relazione, i Sottoscritti hanno innanzitutto fatto riferimento ai dati e alle informazioni in suo possesso ovvero i bilanci regolarmente approvati per gli esercizi 2021 – 2023 oltre alla situazione contabile della Società alla data del 30 settembre 2024 e al piano industriale previsionale 2024 – 2027.

Ai fini di tale redazione, i Sottoscritti hanno fatto riferimento ai documenti fornitigli dalla Società e alle interviste con il *management* e gli *advisor* della stessa. Per questo, i Sottoscritti hanno operato sulla base della documentazione che è stata allo stesso fornita, confidando pertanto sulla loro autenticità, accuratezza, correttezza e completezza, non avendo eseguito, verifiche e controlli di merito (salvo che per alcuni specifici elementi, più avanti commentati e nei limiti di quanto specificato nella presente relazione), anche in riferimento a possibili minori o maggiori attività e/o passività rispetto ai valori espressi nella documentazione ottenuta o nelle informazioni e dati ricevuti.

A tal proposito è necessario precisare che la presente Relazione è basata sull'attendibilità e correttezza delle informazioni rinvenienti nei documenti sopra citati: ne consegue che la rettifica e la correzione di eventuali errori od omissioni in tali documenti potrebbero comportare modifiche della valutazione da parte dei Sottoscritti.

Nel prosieguo della presente Relazione saranno comunque evidenziati in dettaglio gli ulteriori documenti analizzati ai fini della valutazione.

Il presente documento è stato redatto per gli scopi e gli usi citati e non è quindi riproducibile in tutto o in parte, né può essere utilizzato per finalità diverse da quelle qui richiamate.

### **3. NOTIZIE SULLA SOCIETÀ, SUI BENI AZIENDALI E SULL'ATTIVITÀ SVOLTA**

AEMME Linea Ambiente S.r.l. è iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese dal 16 febbraio 2009, attualmente opera sotto forma di Società a responsabilità limitata ed è iscritta al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi con C.F. e numero iscrizione 06483450968, R.E.A. TN - 1895114.

La Società ha sede a Magenta (MI), in Via Crivelli n. 39, ha un capitale sociale di euro 2.265.233,00, interamente versato.

La Società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione costituito dal Sig. Menaldi Valerio, Presidente del Consiglio di amministrazione, dal Sig. Zanardi Andrea, Vice Presidente del Consiglio d'Amministrazione, dal Sig. Dell'aquila Giuseppe, Consigliere, dalla Sig.ra Colombo Daniela, Consigliera, e dalla Sig.ra Pedron Melania, Consigliera, il tutto come da visura aggiornata estratta dal Registro delle Imprese in data 15 gennaio 2025 ed acquisita agli atti.

L'oggetto sociale in via principale è il seguente:

*"L'attività di gestione dei servizi preordinati alla tutela del suolo, dell'aria, dell'ambiente ed alla pulizia e spazzamento delle aree ed al decoro urbano..."*, mediante l'espletamento di diverse attività.

In particolare, alla data di riferimento della presente Relazione, ALA<sup>1</sup> risulta operativa dal 1° marzo 2010, è una società del Gruppo AMGA nata dal conferimento dei servizi di igiene ambientale di AMGA Legnano S.p.A., ASM Magenta e AMSC Gallarate. Nel tempo ha ampliato il proprio bacino d'utenza, offrendo servizi di igiene urbana in 19 Comuni tra cui Legnano, Gallarate, Magenta e Parabiago.

L'azienda impiega 362 dipendenti nelle sue cinque sedi operative e dispone di una flotta di oltre 300 veicoli, molti a basso impatto ambientale. Forte di un'esperienza ventennale nel settore, garantisce elevati standard di qualità, confermati dalle certificazioni ISO 9001:2015 e ISO 14001:2015, e ha ricevuto il premio "Comuni Ricicloni" di Legambiente per le buone pratiche di raccolta differenziata.

ALA promuove uno sviluppo sostenibile, con particolare attenzione alla riduzione dei rifiuti e alla sensibilizzazione ambientale attraverso il progetto "Differenzia di +", rivolto agli studenti delle scuole. Inoltre, ha realizzato a Legnano un impianto per la produzione di biometano e compost, operativo dal 10 marzo 2022, in linea con le direttive nazionali ed europee per il ciclo integrato dei rifiuti.

---

<sup>1</sup> <https://www.aemmelineaambiente.it/chi-siamo>

La Società, alla data di riferimento della presente Relazione e tenuto conto di un capitale sociale pari a euro 2.265.233,00 (i.v.), presenta la seguente compagine sociale:

- Alto Milanese Gestioni Avanzate S.p.A. (AMGA Legnano S.p.A.), con sede a Legnano (MI) in Via Per Busto Arsizio n. 53, codice fiscale 10811500155. Titolare di una quota di partecipazione pari a nominali euro 1.677.233,00;
- A.S.M. Azienda Speciale Multiservizi S.r.l., con sede legale a Magenta (MI) in Via Crivelli n. 39, codice fiscale 12990150158. Titolare di una quota di partecipazione pari a euro 378.000,00;
- Azienda Multiservizi Comunali S.p.A., con sede a Gallarate (VA) in Via Galileo Ferraris n. 5, codice fiscale 02279540120. Titolare di una quota di partecipazione pari a nominali euro 210.000,00.

#### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E DATA DI RIFERIMENTO

I Sottoscritti hanno svolto l'incarico acquisendo le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione ricevuta, nonché attraverso interviste con il *management* della Società ed i professionisti che la assistono.

Ai fini della presente Relazione avente ad oggetto, come detto, il valore economico delle Società, sono stati visionati i seguenti documenti:

1. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021, 2022 e 2023 della Società;
2. situazione contabile al 30 settembre 2024;
3. piano industriale pluriennale e prospettico per il periodo 2024 - 2027 predisposto dal *management* della Società ed approvato dal Consiglio di Amministrazione della medesima (il "Piano");
4. visura aggiornata della Società estratta dal Registro delle Imprese in data 15 gennaio 2025;
5. dettaglio del fatturato degli esercizi 2023 - 2024 suddiviso per clienti e tipologia di servizio;
6. dettaglio di formazione dei crediti per imposte anticipate;
7. copia dei contratti in essere con i Comuni e dettaglio riguardante la vita residua degli stessi;
8. scadenzario dei crediti e dei debiti commerciali al 30 settembre 2024;
9. dettaglio di calcolo delle variazioni dovute all'applicazione dell'IFRS 16 e copia di un campione dei relativi contratti di leasing;
10. organigramma della Società con indicazione dei *key managers*;
11. dettaglio del numero di contratti storici rinnovati alla scadenza;

12. Delibera 363/2021/R/Rif “Approvazione metodo tariffario rifiuti (MTR-2) per il secondo periodo regolatorio 2022-2025”;
13. Delibera 7/2024/R/Rif (articolo 2);
14. Delibera 389/2023/R/Rif;
15. conguaglio dei costi eccedenti il limite alla crescita stabilito da ARERA maturati al 31 dicembre 2024;
16. documentazione societaria e contabile di supporto richiesta e ritenuta necessaria ai fini della presente Relazione;
17. altri elementi e documenti citati di volta in volta nel corso della Relazione.

I Sottoscritti hanno proceduto a stimare il “valore economico” della Società alla data del **31 dicembre 2024**, tenuto conto della documentazione messa a disposizione. Tale, pertanto, è la “**data di riferimento**” della presente Relazione.

I Sottoscritti sono stati informati che nel periodo economico intercorso dal 31 dicembre 2024 alla data di redazione della presente Relazione non sono intervenuti fatti straordinari o accadimenti tali da incidere sulla congruità dei documenti sopra accennati e sulle risultanze della presente analisi.

In particolare, dall’esame dei documenti sopra elencati non sono emerse evidenti e significative contraddizioni od incoerenze con il “Piano” che ne possano far ritenere irragionevoli le previsioni. Di alcuni aspetti specifici, si dà conto più avanti nella presente relazione.

## **5. CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO**

La Relazione farà riferimento ad un valore in una situazione economica generale di normale funzionamento della Società. In questo contesto, come noto, la dottrina economico-aziendalistica ha elaborato ed individuato varie metodologie di valutazione. In particolare, tra queste assumono maggiore rilevanza quelle:

- del metodo finanziario;
- del metodo patrimoniale;
- del metodo reddituale;
- del metodo misto patrimoniale-reddituale;
- nonché ulteriori metodologie che nel caso di specie sono irrilevanti.

La scelta del metodo adeguato è funzione sia della natura dell’attività della Società, sia delle finalità della perizia, con riguardo anche alle figure dei soggetti interessati.

Nel caso di specie gli Scriventi hanno ritenuto appropriato, ai fini della valutazione del capitale economico, adottare il metodo di valutazione denominato *Discounted Cash Flow* poiché si ritiene rappresenti al meglio la sintesi delle differenti componenti economiche della Società oggetto di valutazione. Pertanto, l’attribuzione di un valore economico è stata effettuata sulla capacità della Società di generare flussi di cassa futuri per i propri azionisti piuttosto che su dati

storici ed attuali (benché quest'ultimi siano stati presi a riferimento per un'analisi di coerenza in merito alle prospettive economiche della Società evidenziate all'interno del Piano).

Tenuto conto dei profili e delle caratteristiche economiche della Società, i Sottoscritti hanno ritenuto appropriata l'adozione di tale criterio in quanto la Società predispone *business plan* fondamentali per poter applicare una metodologia valutativa finanziaria.

Inoltre, essendo la Società in possesso di *asset* materiali di rilevante entità, i Sottoscritti hanno deciso di adottare, quale metodologia di controllo il metodo misto patrimoniale-reddituale, volto a confermare la bontà delle risultanze valutative ottenute dalla metodologia principale.

Tenuto conto di quanto precede, nel seguito si riporta una preliminare e breve illustrazione delle basi teoriche sottese alle metodologie citate per poi successivamente definire - con riguardo al processo di valutazione - le specifiche e le assunzioni utilizzate per l'analisi della Società.

### 5.1. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (metodo principale di valutazione)

Per quanto attiene alla descrizione teorica della metodologia applicata si illustra quanto segue. Il metodo *Discounted Cash Flow* individua nei flussi di cassa il fattore determinante del valore aziendale, superando i limiti connessi ai soli risultati contabili.

Laddove i flussi di cassa siano determinabili con ragionevole attendibilità, tale metodo consente di stimare il valore di una società con un maggiore grado di correttezza rispetto ad altri criteri valutativi, nell'ottica del soggetto investitore.

Il valore del capitale economico di una società viene stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri da essa generati mediante un opportuno tasso rappresentativo del costo-opportunità del capitale.

La determinazione dell'entità dei flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così, analogamente, la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

Tale metodologia - in estrema sintesi - si basa sul principio per cui il capitale economico di una società è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa è in grado di generare.

Tramite l'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow*, il valore del capitale economico di una società è pertanto calcolato attraverso la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^t} + PFN + SA$$

Dove:

W	=	Valore del capitale economico
CF <sub>t</sub>	=	Flusso di cassa annuale atteso nel periodo t
TV	=	Valore Terminale
n	=	Numero dei periodi di proiezione esplicita
WACC	=	Costo medio ponderato del capitale

PFN	=	Posizione Finanziaria Netta
SA	=	Surplus Asset

In sostanza, il valore del capitale economico (W) di una società è dato dalla somma (i) del valore attuale dei flussi di cassa “*unlevered*” attesi, e (ii) di un valore terminale, al netto del (iii) debito finanziario netto.

I flussi “*unlevered*” attesi (UCF) si riferiscono a flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco temporale definito, mentre il costo medio ponderato del capitale (WACC) è il risultato della media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento. Il valore terminale (TV) rappresenta il valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

## 5.2. Il metodo misto patrimoniale-reddituale (metodo di controllo della valutazione)

L'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale viene tipicamente attuata in sede di valutazione di aziende o rami di aziende apportati in una società. In simili circostanze, il valutatore procede ad una verifica reddituale delle stime puramente patrimoniali, mediante la determinazione di un reddito medio normale atteso. Tale dato viene successivamente confrontato con il capitale netto rettificato, al fine di calcolare il tasso prospettico di rendimento (R/K), che deve risultare allineato al costo del capitale proprio (Ke). Nel caso in cui il tasso prospettico di rendimento non sia in linea con il costo del capitale proprio, il valutatore rileverà la presenza di un *goodwill* (R/K > Ke) o di un *badwill* (R/K < Ke), il cui ammontare dovrà essere opportunamente stimato.

A parere dei Sottoscritti, inoltre, tale metodo è più consono per società che operano (e vedono soci) nel settore dei servizi pubblici, con vincoli di controllo (quali, ad esempio, quelli tariffari).

La versione del metodo misto più rigorosa e diffusa nella pratica è quella della stima autonoma del *goodwill*, che può essere applicata mediante tre diverse formule:

- attualizzazione limitata del reddito differenziale medio;
- attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni;
- capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio.

La capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio è la formula applicata per la determinazione del valore del Capitale economico della Società.

Secondo tale formula, il valore dell'azienda è espresso come segue:

$$W = K + \frac{(R - i''K)(1 + g)}{i' - g}$$

Dove:

$W$  = Valore dell'azienda

$K$  = Capitale netto rettificato

$R$  = Reddito medio normale atteso

$i$  = Tasso di attualizzazione del reddito differenziale

$i'$  = Costo del capitale ( $K_e$ )

$n$  = Numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi

$g$  = tasso di crescita

Il dato di partenza per la determinazione del valore dell'azienda è costituito, quindi, dal capitale netto rettificato, a cui deve essere aggiunto il valore del *goodwill*, inteso come capitalizzazione del reddito differenziale medio.

Quest'ultima grandezza, che rappresenta la capacità di creare valore dell'azienda, è data dalla differenza tra il reddito medio normale atteso e il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) sul capitale investito.

Successivamente andrà determinato il valore del capitale netto rettificato ( $K$ ), ossia espresso a valori correnti.

Andranno dunque applicate le operazioni di normalizzazione e integrazione del reddito, necessarie per la stima di un risultato medio normale atteso ( $R$ ).

Gli ultimi parametri della formula sono la durata e il tasso di attualizzazione del reddito differenziale e il tasso di crescita.

Per la stima del tasso di attualizzazione del reddito differenziale, invece, solitamente si fa riferimento al tasso di rendimento di un investimento privo di rischio o alla somma del tasso senza rischio e del premio per il rischio azionario, quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente beta.

La scelta tra le due alternative dipende dal segno del reddito differenziale. Nel caso di redditi differenziali negativi, si è soliti adottare la prima alternativa; nel caso di redditi differenziali positivi, come nel caso di specie, si tende a preferire la seconda scelta.

## **6. DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI UTILIZZATI**

I principali dati economici, patrimoniali e finanziari presi in considerazione dai Sottoscritti per procedere all'analisi del valore di ALA, derivano dal piano industriale previsionale 2024-2027 (il "Piano") della Società messo a disposizione dalla stessa, con evidenza dei flussi di cassa e più in generale della struttura finanziaria, economica e patrimoniale.

È giusto premettere che l'utilizzo del Piano è stato – come metodo di lavoro – innanzitutto oggetto di analisi con il *management* della Società per acclamare la bontà delle assunzioni poste alla sua base.

Analisi che ha condotto alla convinzione dei Sottoscritti circa la “ragionevolezza” del Piano e quindi “l'utilizzabilità” dello stesso ai fini dello sviluppo della metodologia valutativa.

Si segnala che il Piano fornito dalla Società non risulta coerente con la classificazione adottata nel bilancio civilistico di ALA. In particolare, le operazioni di *leasing* sono state contabilizzate ai fini della predisposizione del Piano secondo il cosiddetto metodo finanziario, il quale prevede che gli automezzi acquisiti tramite *leasing* siano iscritti nell'attivo del patrimonio aziendale al momento della consegna e al contempo tramite l'iscrizione nel passivo patrimoniale di un debito finanziario a medio termine. Tale trattamento contabile è conforme a quanto stabilito dal principio contabile internazionale IFRS 16, che impone di rilevare i contratti di *leasing* nel bilancio dell'utilizzatore come un'attività (diritto d'uso del bene) e una passività (debito per *leasing*), riflettendo così l'impegno finanziario derivante dal contratto e dando evidenza altresì del valore economico del bene in *leasing*.

Con riferimento ai dati economici previsionali riportati nel Piano si evidenzia che tali dati sono stati ritenuti prudentziali e ragionevoli in funzione della determinabilità delle principali variabili economiche costituenti il Piano stesso.

In particolare, con riferimento ai ricavi, si evidenzia che per la determinazione di gran parte degli stessi è stata utilizzata la metodologia tariffaria MTR-2 definita dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA).

In particolare, il modello tariffario MTR-2 prevede la definizione dei ricavi per l'anno A sulla base dei costi sostenuti nell'anno A-2. Pertanto, possono essere considerati sostanzialmente certi i ricavi fino all'anno 2026, in quanto calcolati sui costi del 2024, che, alla data di predisposizione della presente Relazione, risultano noti.

Si segnala inoltre che l'applicazione del modello MTR-2 comporta specifiche limitazioni alla crescita delle tariffe, determinate da un tetto massimo stabilito da ARERA. Tale limite alla crescita, la cui sola componente inflazionistica programmata è definita dall'autorità d'ambito pari al 2,7%, è calcolato considerando (i) la somma del tasso di inflazione programmata e di (ii) un coefficiente che incorpora il recupero della produttività, il miglioramento della qualità e delle caratteristiche delle prestazioni erogate agli utenti, nonché eventuali modifiche del perimetro gestionale.

Pertanto, si evidenzia che prudentialmente per la costruzione del Piano, il *management* della Società ha adottato un limite alla crescita pari all'1,5%, inferiore rispetto a quanto stabilito da ARERA per la sola componente inflazionistica.

In virtù dell'adozione di questa metodologia, i ricavi stimati nel Piano risultano fondati su criteri oggettivi e ripercorribili, garantendo quindi un adeguato livello di affidabilità dei dati economici previsionali assunti nella presente valutazione.

Si riportano di seguito sinteticamente i dati economici, patrimoniali e finanziari presi in considerazione dallo Scrivente per la determinazione delle variabili economiche necessarie per l'applicazione del metodo di valutazione e di controllo prescelti per procedere alla determinazione del valore economico della Società:

<b>CONTO ECONOMICO</b>					
<b>Anno</b>	<b>2023 A</b>	<b>2024 F</b>	<b>2025 B</b>	<b>2026 B</b>	<b>2027 B</b>
	<b>€/1.000</b>	<b>€/1.000</b>	<b>€/1.000</b>	<b>€/1.000</b>	<b>€/1.000</b>
<b>Ricavi delle vendite e delle prestazioni:</b>	<b>41.595</b>	<b>46.430</b>	<b>44.399</b>	<b>45.038</b>	<b>46.380</b>
<i>Servizi di raccolta, spazzamento e trasporto rifiuti</i>	39.609	42.483	43.711	44.345	44.983
<i>Attività di intermediazione rifiuti</i>	1.986	3.947	688	693	1.397
<b>Altri ricavi e proventi:</b>	<b>999</b>	<b>514</b>	<b>332</b>	<b>312</b>	<b>312</b>
<i>Ricavi diversi</i>	999	514	332	312	312
<b>Valore della produzione</b>	<b>42.593</b>	<b>46.943</b>	<b>44.731</b>	<b>45.349</b>	<b>46.692</b>
<b>Per acquisto materiale di consumo e ricambi</b>	<b>(2.522)</b>	<b>(2.564)</b>	<b>(2.641)</b>	<b>(2.641)</b>	<b>(2.641)</b>
<b>Per servizi</b>	<b>(19.304)</b>	<b>(22.488)</b>	<b>(20.115)</b>	<b>(19.871)</b>	<b>(20.129)</b>
<i>Manutenzioni ordinarie</i>	(2.048)	(2.611)	(2.535)	(2.489)	(2.447)
<i>Servizi di trasporto e smaltimento</i>	(10.322)	(10.990)	(11.596)	(11.394)	(11.028)
<i>Servizi di intermediazione rifiuti</i>	(1.992)	(3.771)	(651)	(656)	(1.322)
<i>Altri servizi operativi</i>	(2.057)	(2.384)	(2.460)	(2.460)	(2.460)
<i>Servizi generali</i>	(2.885)	(2.732)	(2.872)	(2.872)	(2.872)
<b>Per godimento di beni di terzi</b>	<b>(1.296)</b>	<b>(1.432)</b>	<b>(1.297)</b>	<b>(1.297)</b>	<b>(1.314)</b>
<b>Per il personale</b>	<b>(15.290)</b>	<b>(16.206)</b>	<b>(16.958)</b>	<b>(17.212)</b>	<b>(17.470)</b>
<i>Salari e stipendi</i>	(10.909)	(11.528)	(11.919)	(12.097)	(12.279)
<i>Oneri sociali</i>	(3.594)	(3.748)	(4.046)	(4.107)	(4.168)
<i>Trattamento di fine rapporto</i>	(630)	(731)	(817)	(830)	(842)
<i>Altri costi</i>	(157)	(200)	(176)	(178)	(181)
<b>Accantonamenti a fondi per rischi su crediti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Oneri diversi di gestione</b>	<b>(157)</b>	<b>(96)</b>	<b>(105)</b>	<b>(141)</b>	<b>(166)</b>
<b>Costi della produzione</b>	<b>(38.569)</b>	<b>(42.787)</b>	<b>(41.116)</b>	<b>(41.161)</b>	<b>(41.720)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.024</b>	<b>4.157</b>	<b>3.615</b>	<b>4.189</b>	<b>4.971</b>
<i>Ebitda margin%</i>	9,7%	9,0%	8,1%	9,3%	10,7%
<b>Ammortamenti e svalutazioni</b>	<b>(1.019)</b>	<b>(1.114)</b>	<b>(1.380)</b>	<b>(1.558)</b>	<b>(1.679)</b>
<b>Accantonamenti per rischi e oneri</b>	<b>(280)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>EBIT</b>	<b>2.725</b>	<b>3.043</b>	<b>2.236</b>	<b>2.631</b>	<b>3.293</b>
<b>Proventi/(Oneri) finanziari</b>	<b>(21)</b>	<b>(163)</b>	<b>(191)</b>	<b>(142)</b>	<b>(99)</b>
<b>Proventi/(Oneri) non ricorrenti o non operativi</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>2.704</b>	<b>2.879</b>	<b>2.045</b>	<b>2.489</b>	<b>3.194</b>
<b>Proventi/(Oneri) fiscali correnti e differiti</b>	<b>(629)</b>	<b>(703)</b>	<b>(476)</b>	<b>(598)</b>	<b>(794)</b>
<b>UTILE/(PERDITA) NETTA</b>	<b>2.076</b>	<b>2.177</b>	<b>1.569</b>	<b>1.891</b>	<b>2.400</b>
<b>ROE</b>	<b>24,8%</b>	<b>21,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Roic%</b>	<b>35,1%</b>	<b>26,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>17,0%</b>	<b>20,3%</b>
<b>Ebitda/Oneri finanziari</b>	<b>193,8</b>	<b>25,4</b>	<b>18,9</b>	<b>29,5</b>	<b>50,4</b>

STATO PATRIMONIALE					
Anno	2023 A	2024 F	2025 B	2026 B	2027 B
	€/1.000	€/1.000	€/1.000	€/1.000	€/1.000
Immobilizzazioni immateriali	323	230	1.020	859	728
Immobilizzazioni materiali	8.855	12.061	13.000	13.548	14.350
Partecipazioni in altre imprese	33	80	105	133	175
Creditii/(Debiti) finanziari	23	23	23	23	23
Creditii/(Debiti) per imposte differite	27	31	31	31	31
F.do per rischi e oneri	(294)	(314)	(314)	(314)	(314)
F.do TFR	(1.036)	(1.057)	(1.078)	(1.099)	(1.121)
<b>Capitale Immobilizzato Netto</b>	<b>7.930</b>	<b>11.056</b>	<b>12.788</b>	<b>13.181</b>	<b>13.872</b>
Magazzino	574	574	574	574	574
Crediti commerciali	5.467	5.311	4.770	4.834	5.039
Creditii/(Debiti) vs controllante per imposte		(647)	(378)	(484)	(665)
Creditii/(Debiti) per imposte correnti	(75)	(195)	32	15	(14)
Altre attività correnti	778	551	616	602	547
Debiti commerciali	(6.014)	(5.115)	(4.523)	(4.292)	(4.384)
Altre passività correnti	(3.082)	(3.127)	(3.306)	(3.334)	(3.343)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>(2.352)</b>	<b>(2.648)</b>	<b>(2.215)</b>	<b>(2.085)</b>	<b>(2.247)</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>5.578</b>	<b>8.407</b>	<b>10.572</b>	<b>11.095</b>	<b>11.625</b>
Debito vs Soci	0	0	0	0	0
Debiti bancari a m/l termine	(3.045)	(4.190)	(2.882)	(1.983)	(1.237)
Debiti a b/termine per utilizzo linee di credito	0	0	0	0	0
Altri creditii/(debiti) finanziari	0	0	0	0	0
Creditii/(Debiti) vs controllante per CP	2.167	2.600	4.211	5.319	6.043
Disponibilità liquide	4.475	4.535	1.019	380	781
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO</b>	<b>3.597</b>	<b>2.944</b>	<b>2.349</b>	<b>3.717</b>	<b>5.587</b>
Capitale Sociale	(2.265)	(2.265)	(2.265)	(2.265)	(2.265)
Riserva legale	(428)	(453)	(453)	(453)	(453)
Riserva sovrapprezzo	(685)	(685)	(685)	(685)	(685)
Riserve utili/(perdite) a nuovo	(3.722)	(5.772)	(7.949)	(9.518)	(11.409)
Distribuzione dividendi	0	0	0	0	0
(Utile)/perdita dell'esercizio	(2.076)	(2.177)	(1.569)	(1.891)	(2.400)
<b>PATRIMONIO NETTO (PN)</b>	<b>(9.175)</b>	<b>(11.352)</b>	<b>(12.921)</b>	<b>(14.812)</b>	<b>(17.212)</b>
<b>FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>(5.578)</b>	<b>(8.407)</b>	<b>(10.572)</b>	<b>(11.095)</b>	<b>(11.625)</b>

Non sono quindi stati rinvenuti fatti o situazioni tali da richiedere dei Sottoscritti di apportare rettifiche strutturali all'impianto del piano.

Da ultimo il *management* ha messo a disposizione il calcolo dei *free cash flow* nell'arco piano 2024-2027 nel seguito riportato:

	Anno	2024 F	2025 B	2026 B	2027 B
		€'1.000	€'1.000	€'1.000	€'1.000
EBIT		3.043	2.236	2.631	3.293
Imposte		(703)	(476)	(598)	(794)
Ammortamenti e svalutazioni		1.114	1.380	1.558	1.679
Variazioni del CCN		296	(433)	(130)	161
Variazioni fondi		36	21	22	22
(Investimenti)/disinvestimenti		(4.228)	(3.108)	(1.944)	(2.350)
<b>FCFF</b>		<b>(442)</b>	<b>(380)</b>	<b>1.538</b>	<b>2.011</b>
(Investimenti)/disinvestimenti in attività extra operative		(48)	(24)	(28)	(42)
<b>FCFF dopo gli investimenti in attività finanziarie</b>		<b>(489)</b>	<b>(405)</b>	<b>1.510</b>	<b>1.969</b>
Accensione/(rimborso) debiti finanziari vs Soci		0	0	0	0
Accensione/(rimborso) debiti bancari a m/l termine		1.145	(1.308)	(899)	(745)
Utilizzo/(rimborso) linee di credito a breve		0	0	0	0
Utilizzo/(rimborso) crediti per CP		(433)	(1.611)	(1.108)	(724)
Proventi/(Oneri) finanziari		(163)	(191)	(142)	(99)
<b>FCFE</b>		<b>59</b>	<b>(3.515)</b>	<b>(639)</b>	<b>401</b>
Versamento capitale e sovrapprezzo					
Dividendi distribuiti					
<b>NCF</b>		<b>59</b>	<b>(3.515)</b>	<b>(639)</b>	<b>401</b>
<b>Cassa / (Debiti verso banche a breve termine) iniziale</b>		<b>4.475</b>	<b>4.535</b>	<b>1.019</b>	<b>380</b>
<b>Cassa / (Debiti verso banche a breve termine) finale</b>		<b>4.535</b>	<b>1.019</b>	<b>380</b>	<b>781</b>

## 7. PROCESSO DI VALUTAZIONE

Al fine di procedere con il metodo di valutazione principale e, in seguito, con il metodo di controllo scelto, i Sottoscritti hanno proceduto al calcolo di alcuni parametri necessari ai fini valutativi, di seguito riportati.

Nei paragrafi che seguono si evidenzia poi il processo di valutazione e tutte le relative considerazioni, assunzioni e rettifiche di cui i Sottoscritti si sono avvalsi per giungere alla determinazione del valore del Capitale economico della Società.

## 7.1 DETERMINAZIONE DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

Il costo medio ponderato del capitale (WACC), calcolato nella misura del 6,57%, è stato valorizzato tenuto conto delle variabili illustrate nella tabella che segue:

Elaborazione WACC			
Parametro	Descrizione	Fonte	Valore
Risk-free	Rilevazione del 31 dicembre 2024 BTP 10y	Banca di Italia	3,32%
Beta Unlevered	Settore "Environmental G Waste Services"	Damodaran	0,76
D/E	Rapporto di indebitamento target	Damodaran	70,25%
Tax rate	Aliquota IRES + IRAP	Stima GT	28,20%
Beta Levered	Settore "Environmental G Waste Services"	Damodaran	1,16
Market Risk Premium	Premio al rischio per il mercato azionario aggiornato a giugno 2024	Damodaran	4,33%
<b>Ke</b>	-	-	<b>8,47%</b>
Risk-free	Rilevazione del 31 dicembre 2024 BTP 10y	Banca di Italia	3,32%
Adjusted Default Spread	Premio per il rischio di default aggiornato a gennaio 2024	Damodaran	1,78%
Tax rate	Aliquota IRES	Stima GT	24,00%
<b>Kd</b>	-	-	<b>3,88%</b>
D/E	Rapporto di indebitamento target	Damodaran	70,25%
E/(E+D)	Calcolato	Damodaran	58,74%
D/(E+D)	Calcolato	Damodaran	41,26%
<b>WACC</b>	-	-	<b>6,57%</b>

Nello specifico, i Sottoscritti hanno ritenuto utile allo scopo tenere a riferimento i seguenti elementi per la costruzione del tasso WACC di cui sopra:

- in relazione al tasso *Risk-free* si è fatto riferimento al BTP Italia a 10 anni tenendo conto del dato puntuale rilevato al 31 dicembre 2024;
- il rapporto *Debt/Equity* è stato determinato pari al 70,25%, tenendo conto del rapporto di indebitamento target mediante i dati riportati nelle banche dati di riferimento (Aswath Damodaran);
- la costruzione del *Beta unlevered* è stata eseguita mediante i dati riportati nelle banche dati di riferimento (Aswath Damodaran) tenendo in considerazione il settore di riferimento;
- il *Tax rate* di riferimento è quello rappresentato dalle ordinarie aliquote previste per l'IRES e l'IRAP nel caso di specie;
- l'*Equity Risk Premium* e l'*Adjusted Default Spread* sono stati determinati in base ai dati aggiornati rinvenibili da banche dati specializzate (Aswath Damodaran).

Pertanto, tenuto conto di quanto precedentemente indicato, gli Scriventi sono giunti alla determinazione di un costo medio ponderato del capitale pari al 6,57%, sostanzialmente in linea con il costo medio ponderato del capitale definito da ARERA per la remunerazione del capitale investito.

Il Ke e il WACC così determinati sono stati utilizzati, rispettivamente, quali fattori di sconto nell'applicazione del *Discounted Cash Flow* (metodo principale di valutazione) e per l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale (metodo di controllo della valutazione).

## 7.2 IL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW (METODO PRINCIPALE DI VALUTAZIONE)

Si riportano di seguito sinteticamente i dati economici e patrimoniali presi in considerazione e le assunzioni svolte dagli Scriventi per la determinazione delle variabili finanziarie necessarie per l'applicazione del metodo prescelto come metodo principale e quindi per procedere alla determinazione del valore economico della Società.

### 7.2.1 Determinazione degli *Unlevered Free Cash Flow*

Con riguardo alla determinazione dei c.d. *Unlevered Free Cash Flow*, i Sottoscritti hanno fatto riferimento al piano industriale 2024 – 2027 e al calcolo dei FCFO determinati sulla base del Piano messo a disposizione dalla Società, sintetizzato come segue:

Discounted Cash Flow			
Valori in Euro/1000	2025	2026	2027
EBIT	2.236	2.631	3.293
Tax	(476)	(598)	(794)
<b>NOPAT</b>	<b>1.760</b>	<b>2.033</b>	<b>2.499</b>
D&A	1.380	1.558	1.679
CAPEX	(3.108)	(1.944)	(2.350)
Δ CCN	(433)	(130)	161
Δ TFR e altri fondi	21	22	22
<b>Free Cash Flow from Operations (FCFO)</b>	<b>(380)</b>	<b>1.538</b>	<b>2.011</b>
<b>Media FCFO</b>	<b>1.056</b>		

### 7.2.2 Determinazione dell'*Enterprise Value*

Pertanto, tenuto conto degli FCFO come sopra determinati, e del costo medio ponderato del capitale calcolato pari al 6,64%, si è proceduto alla determinazione dell'*Enterprise Value* così come segue:

Metodo principale - Discounted Cash Flow (Asset Side) - Valutazione al 31.12.2024			
Valori in Euro/1000	2025	2026	2027
<b>Free Cash Flow from Operations (FCFO)</b>	<b>(380)</b>	<b>1.538</b>	<b>2.011</b>
WACC	6,57%		
Periodi di sconto	1	2	3
Tasso di sconto	0,94	0,88	0,83
<b>Valore attuale Free Cash Flow from Operations (FCFO)</b>	<b>(357)</b>	<b>1.354</b>	<b>1.661</b>
<b>Totale valore attuale FCFO al 31.12.2024</b>	<b>2.659</b>		

Il *Terminal Value* (TV) è stato calcolato mediante una valorizzazione perpetua dei flussi tenendo prudenzialmente in considerazione la media dei FCFO previsti dal Piano. Inoltre, è stato ritenuto opportuno tenere in considerazione un tasso di crescita *g* pari all'1,5%; tale ultima valutazione è stata assunta dai Sottoscritti in un'ottica prudenziale e coerentemente con il limite alla crescita previsto dal Piano.

Calcolo del Terminal Value (TV)	
Stima crescita in perpetuo (g)	1,50%
WACC	6,57%
Media FCFO 2025-2026-2027	1.056
<b>Terminal Value (TV)</b>	<b>21.132</b>
Tasso di sconto	0,83
<b>Totale valore attuale TV al 31.12.2024</b>	<b>17.458</b>

Pertanto, dalla somma del totale del valore attuale degli FCFO e del totale del valore attuale del TV, l'Enterprise Value calcolato - a lordo di ogni rettifica derivante dalla posizione finanziaria netta - è risultato pari a **Euro 20.116.885**.

Enterprise value al 31.12.2024	
Totale valore attuale FCFO al 31.12.2024	2.659
Totale valore attuale TV al 31.12.2024	17.458
<b>Enterprise value al 31.12.2024</b>	<b>20.117</b>

### 7.2.3 Determinazione della posizione finanziaria netta

La posizione finanziaria netta (nel seguito anche "PFN"), utile all'identificazione del grado di attività o indebitamento in un dato momento, è stata individuata - alla data del 31 dicembre 2024 - sulla base del Piano predisposto dal *management* della Società.

PFN AL 31/12/2024	
	€/1.000
Debiti bancari a medio-lungo termine	(4.190)
Crediti/(Debiti) vs controllante per CP	2.600
Disponibilità liquide	4.535
<b>PFN AL 31/12/2024</b>	<b>2.944</b>

In considerazione di quanto sopra, la PFN presa a riferimento è stata quella determinata nel Piano al 31 dicembre 2024 pari ad un valore di **positivi Euro 2.944.391**.

### 7.2.4 Determinazione dei Surplus Asset

I Sottoscritti hanno quindi proceduto alla valorizzazione dei Surplus Asset. Nel caso di specie identificato nei conguagli derivanti dall'applicazione del Metodo Tariffario per il servizio integrato dei Rifiuti (MTR-2); tali conguagli rappresentano diritti spettanti ai gestori del servizio in relazione all'adeguamento delle entrate tariffarie previste rispetto ai costi effettivamente sostenuti e scaturiscono dalla dinamica regolatoria del MTR-2, che prevede meccanismi di riequilibrio economico per garantire la copertura integrale dei costi efficienti di gestione del servizio, tenendo conto delle variazioni nei parametri di riferimento e delle eventuali differenze tra le previsioni tariffarie e i valori consuntivi registrati.

La normativa vigente stabilisce che tali conguagli costituiscono crediti esigibili dal gestore uscente nei confronti del subentrante in caso di trasferimento della gestione del servizio. Pertanto, al momento della cessazione dell'attività, il gestore uscente ha diritto a ricevere il pagamento dei conguagli maturati, assicurando così la continuità economica del sistema tariffario e il rispetto del principio di copertura dei costi.

A tal proposito, i Sottoscritti hanno stimato il valore dei *Surplus Asset* sulla base delle tempistiche di incasso stimate indicateci dal *management* della Società, come segue:

SA Conguaglio	2026	2027
<b>Incasso del conguaglio</b>	<b>328</b>	<b>670</b>
<i>Tasso di sconto</i>	<i>0,88</i>	<i>0,83</i>
<b>Valore attuale</b>	<b>289</b>	<b>554</b>
<b>Totale valore attuale SA Conguaglio</b>	<b>843</b>	

Si è quindi ottenuto un valore attuale del conguaglio pari ad **euro 842.584**.

### 7.2.5 Determinazione del valore del capitale economico

Al fine di addivenire alla determinazione del capitale economico di ALA si è proceduto a rettificare l'*Enterprise Value* (pari a **euro 20.116.885**) con la posizione finanziaria netta (pari a positivi **euro 2.944.391**) e con il valore dei *Surplus Asset* (pari a **euro 842.584**), come segue:

Determinazione del valore del capitale economico	
Totale valore attuale FCFO al 31.12.2024	2.659
Totale valore attuale TV al 31.12.2024	17.458
PFN AL 31/12/2024	2.944
Totale valore attuale SA Conguaglio	843
<b>Equity value</b>	<b>23.904</b>

Pertanto, il valore del capitale economico ALA è risultato essere pari a **Euro 23.903.861**.

Si è poi ritenuto opportuno applicare uno sconto di liquidità (DLOM<sup>2</sup>), tenuto conto dell'assenza nel caso di specie di un mercato reale per la partecipazione stessa. In particolare, la natura di ALA come società *in house* comporta in sostanza che il capitale sociale sia fortemente chiuso, in quanto le partecipazioni, seppur teoricamente trasferibili, possono circolare solo tra un numero ristretto e ben definito di soggetti. Questa condizione rende la partecipazione un investimento non prontamente liquidabile a causa della carenza di potenziali acquirenti. In tali circostanze, l'applicazione di uno sconto di liquidità si giustifica, poiché la mancanza di liquidità nel mercato penalizza la posizione dell'investitore. Come sottolineato dalla letteratura, «*la partecipazione al capitale di una società a responsabilità limitata potrebbe costituire un investimento non prontamente e convenientemente liquidabile, per carenza di potenziali acquirenti, giustificando l'applicazione di uno sconto di liquidità*». Il DLOM applicato, che tipicamente varia tra il 20% e il 40% a seconda delle specifiche caratteristiche della partecipazione e del mercato di riferimento, è stato fissato al 30% per ALA, in linea con la sua natura di società a capitale chiuso. Di conseguenza, il valore economico della partecipazione è stato determinato in **Euro 16.732.703**, considerando tale sconto.

<sup>2</sup> Cfr. CFA Institute, *International Valuation Guide to Cost of Capital*, 2023; A. Damodaran, *The Illiquidity Discount: An Examination of the Theory and Evidence*; A. Damodaran, *Valuing Private Firms*; IVSC, *International Valuation Standards*, edizione efficace dal 31 gennaio 2025; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013; A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Apogeo Education, Milano, 2014.

	Valore 100%
<b>Equity value</b>	<b>23.904</b>
<i>DLOM</i>	30%
<b>Equity value scontato</b>	<b>16.733</b>

### 7.2.6 Analisi di sensitività dei risultati ottenuti

Si riporta nel seguito un'analisi di sensitività che illustra in termini numerici la variazione del valore economico della Società al variare di alcuni parametri chiave del modello sopra esposto (nel caso di specie al variare del tasso di attualizzazione WACC e del tasso di crescita *g*):

<i>g</i> / WACC	6,32%	6,57%	6,82%
1,25%	16.805	16.130	15.516
1,5%	17.473	<b>16.733</b>	16.062
1,75%	18.214	17.398	16.661

Si può pertanto ragionevolmente assumere che il valore dell'*Equity Value* determinabile al variare del tasso di sconto *WACC* e del tasso di crescita *g*, possa essere ragionevolmente ricompreso in un *range* di valori, al netto dello sconto di liquidità applicato pari al 30%, arrotondati, pari a **un minimo di euro 15.516 e un massimo di euro 18.214**.

## 7.3 IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE (METODO DI CONTROLLO DELLA VALUTAZIONE)

Si riportano di seguito sinteticamente i dati economici e patrimoniali presi in considerazione e le assunzioni svolte dallo Scrivente per la determinazione delle variabili economiche necessarie per l'applicazione del metodo prescelto come metodo di controllo e quindi per procedere alla determinazione del valore economico della Società.

### 7.3.1 Determinazione del capitale netto rettificato

Al fine di valutare tutti gli elementi dell'attivo e del passivo che costituiscono il patrimonio della Società oggetto di valutazione, i Sottoscritti si sono avvalsi dei dati contabili ricevuti e delle informazioni raccolte durante lo svolgimento del presente incarico, che sono stati sopra riportati.

A tal proposito, si è utilizzato come capitale netto rettificato il dato desunto dalla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2024, così come determinata all'interno del Piano, incrementato del valore attuale dei SA Conguagli così come determinati al paragrafo 7.2.4. Pertanto, il capitale netto rettificato (K) risulta pari a **Euro 12.194.337**.

### 7.3.2 Determinazione del reddito medio normalizzato atteso

Il reddito medio normalizzato atteso, come meglio dettagliato nel seguito, è stato ottenuto mediante l'attualizzazione di flussi reddituali prospettici derivanti dall'analisi del Piano.

Più specificatamente, i Sottoscritti hanno utilizzato i dati prospettici desunti dai conti economici previsionali relativi agli esercizi 2025, 2026 e 2027 forniti dalla Società.

Quanto sopra, viene sintetizzato nella tabella che segue:

Anno	2025	2026	2027
	€/1.000	€/1.000	€/1.000
Utile Adj.	1.569	1.891	2.400
Utile Adj. ( R ) Media	1.953		

Pertanto, i Sottoscritti sono giunti a stimare un Utile medio normalizzato atteso pari a **Euro 1.953.446** (ovvero la media semplice dei risultati reddituali netti derivanti dalle annualità 2025 – 2027).

### 7.3.3 Orizzonte temporale di riferimento e tasso di crescita *g*

Come orizzonte temporale di riferimento e tasso di crescita medio atteso di lungo periodo, coerentemente con le assunzioni adottate per la determinazione del TV nell'applicazione del metodo di valutazione principale (*Discounted Cash Flow*), i Sottoscritti hanno optato per la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio atteso attraverso l'applicazione dei seguenti parametri:

Parametri per la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio	
<i>g</i>	1,50%
<i>Ke (i)</i>	8,47%

### 7.3.4 Determinazione del valore del capitale economico

Tenuto conto delle analisi effettuate, i Sottoscritti sono pervenuti alla determinazione del valore economico di ALA S.r.l. così come segue:

Valutazione con metodo misto patrimoniale-reddituale	
Capitale Netto Rettificato ( K )	12.194
Sovrareddito	920,87
Utile Adj. ( R )	1.953
Capitale Netto Rettificato ( K )	12.194
<i>g</i>	1,50%
<i>Ke (i)</i>	8,47%
	Valore 100%
<b>W - Misto patrimoniale reddituale (perpetuo)</b>	<b>25.609</b>

Come sopra meglio dettagliato si è infine ritenuto opportuno applicare uno sconto di liquidità (DLOM):

	<i>Valore 100%</i>
<b>W - Misto patrimoniale reddituale (perpetuo)</b>	<b>25.609</b>
<i>DLOM</i>	<i>30%</i>
<b>Equity value scontato</b>	<b>17.926</b>

Pertanto, i Sottoscritti sono giunti a determinare il valore dell'intero capitale economico di AEMME Linea Ambiente S.r.l., attraverso l'applicazione di una metodica valutativa di controllo, pari ad **euro 17.926.170**.

### 7.3.5 Analisi di sensitività dei risultati ottenuti

Si riporta nel seguito un'analisi di sensitività che illustra in termini numerici la variazione del valore economico della Società al variare di alcuni parametri chiave del modello sopra esposto (nel caso di specie al variare del costo del capitale  $Ke$  e del tasso di crescita  $g$ ):

<i>g / Ke</i>	8,22%	8,47%	8,72%
1,25%	17.903	17.579	17.276
1,5%	18.276	<b>17.926</b>	17.601
1,75%	18.677	18.300	17.949

Si può pertanto ragionevolmente assumere che il valore dell'Equity Value determinabile al variare del tasso  $Ke$  e del tasso di crescita  $g$  possa essere ragionevolmente ricompreso in un *range* di valori pari a **un minimo di euro 17.276 e un massimo di euro 18.677**.

## 8. PRIME CONCLUSIONI

Come detto in premessa, scopo della presente Relazione è stato quello di ripercorrere la valutazione svolta da PwC al fine di esprimere un giudizio sulla ragionevolezza del valore del capitale economico di ALA. I Sottoscritti hanno condiviso la scelta della metodologia del DCF (paragrafi sub 7.2), con le variazioni di seguito evidenziate. I Sottoscritti hanno ritenuto più corretto utilizzare quale metodologia di controllo quella "Mista Patrimoniale-Reddituale" (paragrafi sub 7.3) in considerazione sia del mercato in cui opera ALA (servizi pubblici con vincoli tariffari) sia della natura dei soci, sostanzialmente riconducibili in via indiretta agli Enti

Locali. Motivi per i quali è difficile fare riferimento a dei moltiplicatori sorti nel mercato italiano pubblico.

Con riguardo alla metodologia principale (DCF), inoltre i Sottoscritti hanno evidenziato (e poi applicato nella presente Relazione) le seguenti principali distinzioni rispetto alla valutazione di PwC:

- metodo di controllo: misto patrimoniale-reddituale (anziché quello dei moltiplicatori);
- adozione di un tasso WACC differente: non si è applicato lo sconto 25% adottato da PwC per le caratteristiche del mercato (anche in correlazione al punto successivo);
- applicazione al valore economico di uno scarto di liquidità del 30% in considerazione del ristretto mercato, considerate le caratteristiche dell'attività, l'ambito territoriale e la natura pubblica della compagine sociale.

## 9. CONCLUSIONI

I Sottoscritti sono stati incaricati di redigere la presente Relazione circa la ragionevolezza e la congruità del valore economico, determinato da PricewaterhouseCoopers, della società *target* AEMME Linea Ambiente S.r.l.

I Sottoscritti hanno confermato che la metodologia di valutazione prescelta per la verifica del valore del capitale economico di ALA è stata quella del c.d. "Discounted Cash Flow". Tale metodo è stato ritenuto dai Sottoscritti preferibile, in termini valutativi, in considerazione delle informazioni e dei dati messi a disposizione, nonché del contesto economico di riferimento.

Pertanto, in considerazione della succitata scelta metodologica:

- hanno utilizzato i flussi (FCFO) e gli elementi rilevanti per l'analisi delle informazioni quantitative contenute nei piani pluriennali messi a disposizione con riguardo alla Società;
- hanno rettificato il valore dell'*Enterprise Value* con la posizione finanziaria netta determinata nel Piano al 31 dicembre 2024 ed il valore economico attuale dei Surplus Asset alla medesima data, al fine di giungere alla determinazione finale del capitale economico di riferimento, il quale, assunte tutte le ipotesi peritali specificate nella presente Relazione, è risultato essere pari ad un valore pari a **euro 16.732.703**.

La valutazione è stata sviluppata ricorrendo ai metodi indicati e utilizzati nel corso dei lavori sviluppatasi per la presente Relazione, assumendo altresì tutte le ipotesi valutative descritte nella medesima Relazione.

Il valore del capitale economico identificato è poi stato confermato attraverso l'applicazione di un metodo valutativo di controllo che ha evidenziato la ragionevolezza del valore di **euro 16.732.703** determinato attraverso l'applicazione del metodo principale di valutazione.

Pertanto, tenuto conto di tutti i limiti e vincoli alla presente Relazione e della soggettività insita nelle stime proprie delle valutazioni d'azienda e considerato quanto esposto nella presente Relazione, viste le finalità della stessa e tenuto conto del risultato raggiunto attraverso l'applicazione della metodologia di valutazione sopra riportata, i Sottoscritti sono giunti alla determinazione che il **valore del capitale sociale della società AEMME Linea Ambiente S.r.l.**, a seguito dell'analisi di sensitività condotta, possa essere ragionevolmente ricompreso in un *range* di valori pari a:

**euro 15.515.568 - euro 18.214.053**

Alla luce di quanto esposto nei precedenti paragrafi, si può ritenere che il valore del 100% del capitale sociale di ALA, determinato da PwC attraverso l'applicazione di una metodologia finanziaria, nello specifico della metodica denominata *Discounted Cash Flow*, pari a **euro 17.443 migliaia**, possa essere considerato, con tutte le cautele del caso e nell'ambito di uno scarto di variazione ammissibile, ragionevole e congruo.

Da ultimo, si precisa ulteriormente per tutti i motivi accennati nel corpo della presente Relazione che il valore economico generale teorico come sopra descritto si differenzia da un possibile valore economico soggettivo e così pure da un eventuale prezzo, sempre negoziabile in sede contrattuale.

In fede

Milano, 4 marzo 2025

dott. Leonardo Fortunato

Director



dott. Giulio Tedeschi

Partner

