

# RELAZIONE DI STIMA

## DEL PATRIMONIO SOCIALE

Società CEM AMBIENTE S.p.A.



*a cura dell'esperto*

**Corrado Colombo**

**Dottore Commercialista - Revisore Contabile**

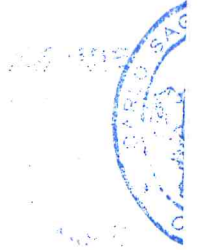
**Via Carducci, 32 – 20123 MILANO**

## Premessa

1. Scopo della valutazione
2. Storia e caratteristiche della società
3. Scelta del metodo di valutazione del Capitale Economico
4. Struttura patrimoniale della società
5. Conclusione

*Ortina*

*Ortina*



\* \* \*

**RELAZIONE DI STIMA PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL**

**PATRIMONIO SOCIALE DELLA CEM AMBIENTE S.p.A.” CON SEDE IN CAVENAGO**

**BRIANZA (MB) –**



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

**premessò che:**

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

- Il valore da attestare è quello del “capitale economico” della società. La cessione non è finalizzata ad operazioni di realizzo o di fusione, ma all’ingresso di altri Comuni nel patrimonio della società a ulteriore completamento del suo progetto di efficientamento; quindi, nella valutazione saranno tenuti presenti elementi prudenziali che caratterizzano una scelta non “di mercato” coerente con l’impostazione della società.
- Il sottoscritto ha redatto più perizie sul medesimo oggetto, l’ultima in data 19.10.2023 ed altre in data 20.07.2022, 10.06.2021, 29.07.2020, 30.10.2019 e 30.10.2017; inoltre, in occasione delle opportunità previste dal D.L. 104/2020 in tema di rivalutazione dei beni aziendali, ha prodotto apposito parere a corredo della decisione di rivalutare presa dalla società in occasione del bilancio 2020; la presente perizia si deve intendere quindi, anche per ragioni di continuità ed equità nei confronti dei vari soggetti nel tempo coinvolti (i Comuni che negli anni sono entrati in società), come un aggiornamento, nel quale le precedenti valutazioni vengono mantenute, salvo diversa e motivata scelta, quanto a criterio, ed aggiornate in relazione agli aggiornamenti dei dati contabili e sostanziali.
- La data di riferimento della presente perizia è il 31 dicembre 2023.

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

## **RELAZIONE DI STIMA**

### **1. SCOPO DELLA VALUTAZIONE**

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

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



## **2. STORIA E CARATTERISTICHE DELLA SOCIETA'**

La società oggetto della perizia è la società CEM AMBIENTE S.p.A. con sede in Cavenago Brianza, Cascina Sofia – strada per Basiano; iscritta al Registro delle Imprese di Monza Brianza, sezione ordinaria, al numero 03965170156, capitale sociale Euro 16.920.420,00=, codice fiscale 03965170156 e partita IVA 03017130968, R.E.A. Monza 1518954. La società trae le sue origini dal Consorzio Provinciale Est Milanese per lo smaltimento dei RSU, costituito nel 1973 per provvedere alla raccolta, al trasporto ed allo smaltimento dei rifiuti domestici e dei rifiuti assimilabili, per un bacino di 40 comuni. La Società per azioni nasce il 25 giugno 2003 quando, per effetto dell'art. 35 comma 8 della Legge 448/2001, si dà corso alla trasformazione dell'ex Consorzio Pubblico di Igiene Ambientale in Cem Ambiente Spa.

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

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

Il suo oggetto sociale desumibile dal Registro delle Imprese è incentrato *sulla gestione del servizio integrale di raccolta, trasporto e smaltimento dei rifiuti solidi urbani ed assimilabili agli urbani, anche provenienti da insediamenti produttivi, artigianali o industriali*. Si specifica inoltre, sempre secondo lo Statuto, *nella gestione del servizio di raccolta differenziata, nella trasformazione e smaltimento di rifiuti inerti e non assimilabili, nello smaltimento dei rifiuti tossico-nocivi*, e in tutte le altre attività tipicamente connesse a tale attività, come servizi relativi al monitoraggio

dell'inquinamento, alla gestione della generazione di energia proveniente dai processi di smaltimento, alla progettazione e realizzazione e gestione di impianti, alle iniziative di educazione ambientale e a tutta l'attività, compresa quella amministrativa, connessa a queste attività principali. I servizi sono quelli legati alla gestione in house, su incarico da parte dei Comuni soci, dei servizi di igiene urbana: raccolta rifiuti in forma differenziata, trattamento/recupero/smaltimento dei rifiuti, spazzamento strade, gestione e conduzione delle piattaforme ecologiche comunali, cessione dei materiali recuperabili, servizi accessori quali, a titolo esemplificativo, di rimozione discariche abusive, servizi spot, educazione ambientale. La società gestisce inoltre alcuni impianti occorrenti per l'ottimizzazione dei servizi stessi, mentre affida a terzi parte dei servizi di raccolta porta a porta. La società è iscritta all'Albo nazionale dei Gestori Ambientali ed è munita di tutte le autorizzazioni amministrative necessarie per lo svolgimento della propria attività.

La società, inoltre, sino al 2020 tramite la propria partecipata 100% CEM Servizi S.r.l., e ora in proprio, interviene, avendo raggiunto una significativa e crescente quota di mercato, nel settore della raccolta e spazzamento diretto sul luogo dei rifiuti, mediante propri mezzi e dipendenti. Durante l'esercizio 2021 ha avuto efficacia, retrodatando gli effetti contabili e fiscali al 1.1.2021, la fusione mediante incorporazione della società controllata CEM Servizi S.r.l., consolidando quindi definitivamente il valore di quest'ultima società e della sua attività. Poiché negli esercizi precedenti la società era stata inserita nel bilancio consolidato di CEM Ambiente, tutte le comparazioni e le considerazioni relativi alla redditività saranno riferite, per gli anni precedenti al 2021, ai dati consolidati delle due società.

### **3. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO**

Oggetto dell'analisi valutativa risulta essere il capitale della società, che coincide con l'azienda. Tale grandezza può assumere diverse configurazioni a seconda delle differenti motivazioni che spingono ad effettuare le stime. Tra le possibili configurazioni di valore vi è quella di valore economico del capitale, determinato nell'ottica del potenziale investitore e quindi non esclusivamente in vista di operazioni che ne determinano il trasferimento. Il capitale non è più considerato capitale di

funzionamento, cioè un aggregato di valori, ma assume un valore unitario, determinato in modo diverso dalla somma dei meri valori, anche se nel caso particolare, come vedremo, occorrerà prescindere da “rendimenti prospettici” che non appartengono alla logica della società se non in modo indiretto.

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

- valutazioni di tipo assoluto, derivanti da formule valutative basate su elementi dotati di razionalità economica;
- valutazioni di tipo relativo, e cioè fondate su analisi comparative di mercato.

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

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

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

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

### 3.1 Metodi patrimoniali

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

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

Dal punto di vista tecnico occorre accertare il patrimonio dell’azienda/ramo, stimare il valore corrente delle attività e delle passività, rilevare le eventuali plusvalenze/minusvalenze sorte

(differenza tra valori correnti e valori contabili). Il patrimonio netto rettificato risulterà quindi dalla somma algebrica della situazione patrimoniale con i valori contabili delle plusvalenze e/o delle minusvalenze accertate sui singoli valori patrimoniali tenendo conto del possibile impatto fiscale.

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

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore beni immateriali.




Questo metodo non tiene in considerazione la componente reddituale che influisce sul valore dell'azienda. Il suo utilizzo rimane prevalente in quei settori/aziende dove la componente patrimoniale è preponderante rispetto a quella reddituale, ne sono un esempio le immobiliari di gestione o le holding pure.

### 3.2 Metodi reddituali (e finanziari)

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

Si è sinora considerato come i criteri reddituali soffrano nel caso in esame di una sostanziale inadeguatezza a descrivere la realtà aziendale, perché, caso non infrequente nel mondo delle società di natura e proprietà pubblica, non è il reddito lo scopo a cui la società tende né il principale criterio di giudizio della sua efficienza e della sua efficacia. Infatti, in linea con le indicazioni da sempre fatte proprie dall'Assemblea degli Azionisti, uno degli obiettivi prioritari della società, unitamente all'incentivazione e al continuo miglioramento dei sistemi di raccolta differenziata che è un obiettivo evidentemente extraaziendale, collegato alle esternalità positive prodotte dalla società e quindi al benessere sociale richiesto dall'ambiente circostante, è quello del massimo contenimento delle tariffe





per i soci, che sono nel medesimo tempo i fruitori dei servizi. Quindi, nell'ambito di una primaria aspettativa di miglioramento del servizio in termini di qualità ambientale e di benessere del cittadino, in ogni caso l'indirizzo aziendale, nella programmazione dei budget previsionali, è fortemente orientato ad un ideale pareggio di bilancio, con tariffe dei servizi modulate in funzione della copertura dei costi, che mettono in secondo piano l'aspetto più prettamente lucrativo-reddituale.

I dati di fatto concernenti la gestione della società, soprattutto da quando l'attività di spazzamento diretto tipica di CEM Servizi (ora pienamente integrata anche amministrativamente in CEM Ambiente per effetto della fusione) ha sviluppato importanti risorse e flussi finanziari, sono diversi ed occorre reinterpretarli.

Da una parte, diventa sempre più importante l'attività della società che tende a ridurre le tariffe per i propri soci (il che è, in realtà, di fatto assimilabile ad un aspetto reddituale, ossia ad una creazione di valore monetario che viene trasferita ai soci in modo diverso rispetto alla tradizionale distribuzione di dividendi); dall'altra, cresce l'esigenza di valorizzare in modo adeguato gli *intangibles* che sono parte del patrimonio sociale, come vedremo successivamente. E gli strumenti che la tecnica valutativa ha nel tempo sviluppato per la valorizzazione aziendale partono proprio dalla capacità di creare flussi reddituali e finanziari: l'utilizzo di tali strumenti, lungi da appiattare la valutazione aziendale ad una mera capacità di produrre utili, rispondono a due importanti esigenze:

- dare un criterio il più possibile oggettivo e verificabile alle valorizzazioni di *intangibles* che, altrimenti, rimangono sempre alla mercè di valutazioni soggettive e di difficile riscontro;
- recuperare quel riferimento alla creazione di valore che caratterizza la crescita anche patrimoniale e dimensionale della società

Assisteremo quindi, nella presente perizia, in continuità con la precedente del 2022, ad un ulteriore utilizzo dei metodi finanziari, che sostituiscono ai redditi i flussi finanziari attesi. Non saranno peraltro il fulcro valutativo, ma costituiranno uno strumento suppletivo di valorizzazione

dell'avviamento all'interno di una valutazione che, come si vedrà, manterrà la struttura tipica dei metodi misti.

Va da sé che comunque la specificità della società, e l'impossibilità di ridurre la sua attività a parametri meramente economici, sarà tenuta presente all'interno delle valutazioni di tipo finanziario-reddituale mediante l'utilizzo degli strumenti che già la teoria economica assegna in simili casi: la prudenzialità nella definizione dei flussi e dei tassi di attualizzazione sarà utile strumento per ricondurre la determinazione dell'avviamento su elementi non strettamente capitalistici.

### 3.3 Metodi misti

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

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

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore avviamento.

La valorizzazione di un avviamento, e la dicotomia tra avviamento generale e definizione di separati valori per gli intangibles, è stata una degli elementi più complessi e discussi in sede di redazione delle ultime perizie. Possiamo però cogliere alcune linee di evoluzione della società delle quali occorre prendere atto.

Da una parte, la crescita patrimoniale ed economica, che vede aggregarsi progressivamente parecchi comuni e un fatturato consolidato che supera in modo significativo gli 80 milioni di euro, ha incrementato le capacità di intervento della società, che ora risulta un attore importante del mercato e che è presente in tutti gli sviluppi tecnici e culturali che attengono al mondo dei rifiuti urbani: questo ha reso sempre più difficile valorizzare separatamente, con criteri che sembrano sempre di difficile condivisione, i singoli intangibles come elementi di know-how separatamente valorizzabili rispetto a quella generale attitudine ad essere sul mercato e a creare valore, che viene denominata avviamento e che caratterizza una società nel suo essere complessivo.

Dall'altra, l'attività prima tipica della partecipata CEM Servizi, e ora pienamente inserita nella struttura aziendale, era già più tradizionalmente valutabile secondo strumenti reddituali, inserendosi in un mercato oggettivamente esistente; tanto che già a partire dalle ultime valutazioni, strumenti di analisi dei flussi finanziari erano stati utilizzati per la valutazione della partecipazione.

Sulla base di quanto osservato, quindi, il sottoscritto ha sviluppato, a partire dal 2022, una separata valutazione dell'avviamento effettuata con gli strumenti dell'analisi dei flussi finanziari, corretta dalla stima autonoma del goodwill, stima dell'avviamento che sarà poi inserita nel metodo patrimoniale rettificato appunto come stima separata di intangibles e che sostituirà le stime separate utilizzate nelle perizie precedenti.

#### **4. STRUTTURA PATRIMONIALE DELLA SOCIETÀ**

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

- Da una presenza significativa e rilevante di immobilizzazioni tecniche, di natura immobiliare e impiantistica, tale da richiedere un approfondimento del loro valore corrente
- Dalla presenza di immobilizzazioni finanziarie anch'esse da valutare in relazione alla loro reale consistenza

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

Si procederà quindi, a partire dal bilancio al 31.12.2023 regolarmente approvato dall'Assemblea della società e oggetto di revisione legale.



## ATTIVO PATRIMONIALE

### Immobili e beni Strumentali


La società, che come sopra specificato ha un rilevante patrimonio immobiliare ed impiantistico, ha commissionato apposita perizia valutativa alla società KROLL Advisory S.p.A.. La Relazione è stata sottoscritta e trasmessa alla società e al sottoscritto in data 14/09/2023, in due documenti separati, rispettivamente Rif. n. 27102R00 e Rif. n. 27109FO1. Tale perizia, resasi necessaria dal tempo passato rispetto alle precedenti perizie e dal significativo incremento di tutti i cespiti dell'Ente, operato sia per effetto delle numerose acquisizioni sia per la fusione di CEM Servizi S.r.l., è riferita alla data del 31.12.2022 e sostituisce le precedenti perizie del 2015 e tutte le successive operazioni di attualizzazione. Lo scopo della valutazione effettuata da quest'ultima è stato quello di determinare:

- il Valore Corrente di Utilizzo del Portafoglio Immobiliare di CEM Ambiente, avente prevalente destinazione industriale (costituito da Piattaforme Ecologiche, Centri Servizi, Centro Multimateriale, Head Quarter), al fine di determinare il Valore Corrente di Utilizzo dei beni immobili in piena proprietà e dei beni immobili in Diritto di Superficie (con esclusione della componente terreno).
- Il Valore Corrente di Utilizzo delle Immobilizzazioni Materiali di proprietà ai fini di una verifica patrimoniale a scopi bilancistici.

Le operazioni svolte dalla società KROLL Advisory S.p.A. sono state le seguenti:

- Sopralluogo sulle Proprietà;
- Analisi dei dati e dei documenti relativi alle Proprietà;

*Handwritten notes:*  
Dalla presenza di una serie di dati numerari per i quali esiste sostanziale coincidenza tra il dato contabile e il dato reale: questo sia per l'affidabilità delle scritture e la serie di controlli ai quali le scritture stesse sono sottoposte (la società è dotata di Collegio Sindacale e di organo di revisione legale), sia per la semplicità dei processi di fatturazione e incasso

- 
- Calcolo delle consistenze edilizie sulla base della documentazione fornita da CEM Ambiente;
  - Svolgimento di opportune indagini di mercato;
  - Verifica della situazione urbanistica;
  - Analisi delle condizioni del mercato immobiliare locale di terreni industriali;
  - Elaborazioni tecnico-finanziarie.

Il perito ha quindi determinato il Valore Corrente di Utilizzo che indica il valore attribuito ai beni che compongono il Portafoglio Immobiliare in relazione alla loro consistenza, alle loro caratteristiche e alla vita residua, nel presupposto di un loro utilizzo continuato nell'attuale contesto produttivo della proprietà. Con riferimento alla Vita Utile Residua, all'interno della perizia redatta da KROLL Advisory S.p.A. è contenuta la relativa stima in anni, che è stata determinata sulla base dei seguenti presupposti:

1. completo e continuo svolgimento dei programmi di manutenzione;
2. piena rispondenza di tutti gli impianti alle normative vigenti;
3. buona cura dei beni da parte degli operatori addetti alla conduzione o all'utilizzo dei beni stessi;
4. totale assenza di eventi straordinari e non prevedibili (ad. es. calamità naturali, ecc.) negli anni futuri.

Per calcolare il valore di un bene, si parte dal valore massimo che avrebbe se fosse nuovo, e poi si sottraggono le perdite di valore dovute al deperimento fisico. Queste perdite dipendono dalla vita utile del bene, che a sua volta dipende da come è stato usato, mantenuto e protetto. Più la vita utile è lunga, meno il deperimento fisico è alto, e più il valore del bene è alto.

I Criteri Valutativi utilizzati sono stati:

- Il Metodo Comparativo, o del Mercato, per la componente terreni, che implica un confronto tra la proprietà e altri beni simili sul mercato.
- Il Metodo del Costo per le componenti fabbricati, le sistemazioni esterne, gli impianti fissi strettamente correlati e le immobilizzazioni materiali, che stima il costo necessario per sostituire la proprietà in esame.

- Il Metodo Reddittuale il quale consiste nell'individuazione del contributo del bene in esame alla complessiva redditività aziendale.

I metodi elencati sono descritti in dettaglio nella perizia. Ogni metodo deve essere verificato per quanto riguarda la sua applicabilità alla natura dei beni oggetto della valutazione e quindi scartato se non pertinente, o, viceversa, correlato all'altro per lo sviluppo delle conclusioni finale di valore. L'opinione di valore può quindi essere basata su due o tre metodi oppure, dopo una analisi di tutti i dati disponibili, appoggiarsi ad uno solo di essi.

Per calcolare la reale consistenza del patrimonio aziendale, con particolare riferimento al valore di mercato o di scambio e quindi per stabilire un adeguato valore di "capitale economico", che è l'obiettivo di questa perizia, ci si riferisce costantemente alla perizia commissionata a KROLL Advisory S.p.A. per la valutazione del patrimonio immobiliare e delle attrezzature al 31 dicembre 2022.

L'aggiornamento della perizia in relazione al 31 dicembre 2023, avendo la stessa riferimento al 31.12.2022, è stato effettuato mediante:

- L'aggiornamento della Vita Utile Residua stimata dalla stessa società, evidentemente ridotta di un anno in quanto non si sono verificate ipotesi di modifica della stessa;
- Confronto con il valore del patrimonio immobiliare e delle attrezzature al netto dei valori comprensivi degli ammortamenti al 31 dicembre 2023.
- Inserimento, al mero valore netto di bilancio vista la vicinanza temporale della acquisizione, dei beni acquisiti nel corso del 2023.

Di seguito vengono ripercorse tutte le categorie oggetto della summenzionata perizia.

### **Piattaforme ecologiche.**

CEM Ambiente possiede un totale di 62 piattaforme ecologiche, che sono state oggetto di un'attenta analisi (di cui 59 parte della perizia di Kroll). Queste piattaforme sono dotate di strutture e infrastrutture essenziali per garantire il loro corretto funzionamento, il quale consiste nella raccolta dei rifiuti urbani e nel successivo trasporto.

Per condurre l'analisi valutativa, il perito ha fatto affidamento su diverse fonti di dati, tra cui l'ultima versione disponibile del Prezzario delle tipologie edilizie DEI 2019, opportunamente indicizzata per

Carlo Scoffi  
CAIRN S.p.A.



tener conto delle variazioni dei costi di costruzione nel periodo considerato. Inoltre, sono stati considerati dati pregressi di ufficio e computi metrici di beni simili. Il perito ha successivamente calcolato e determinato le seguenti grandezze:

- Superficie lorda
- Superficie commerciale (ossia la superficie lorda al netto dei locali tecnologici, dei cavedi e dei vani scala/ascensori)
- Superficie catastale (che è registrata presso il Catasto Terreni)

I criteri valutativi, descritti nel paragrafo precedente, sono stati utilizzati in modo singolo o integrato, a discrezione del perito, per giungere a una valutazione accurata.

Nel caso delle piattaforme ecologiche, date le loro caratteristiche e la destinazione d'uso a fini di interesse pubblico, il perito ha concluso che non vi sono oneri di urbanizzazione da corrispondere in aggiunta alla valutazione.

La valutazione della piattaforma di Melegnano è stata effettuata all'interno di un contesto più ampio, che comprende non solo la Piattaforma Ecologica ma anche il Centro Servizi. I risultati di questa valutazione sono inclusi nella tabella relativa agli immobili.

Nella perizia, sono chiaramente indicati i valori distinti per il fabbricato, che comprende anche gli impianti fissi correlati, e per il terreno e il diritto di superficie. La seguente tabella fornisce un confronto tra i valori periziati e quelli che risultano registrati nel bilancio al 31 dicembre 2023, suddivisi per i singoli Comuni.

Come anticipato, i valori delle piattaforme oggetto della perizia hanno subito una riduzione sulla base della Vita Utile Residua stimata dalla società KROLL Advisory S.p.A..



| Codice Immobile      | Comune                 | Prov. | Sup. Lorda [mq] | Sup. Terreno [mq] | VCU [€]      | Vitua residua | VCU Fabbr. + Sist. Est. + Imp. Fissi [€] | VM Terreno [€]      | Plus/minusvalenza 2023 Fabbricati | Plus/minusvalenza 2023 Terreni |
|----------------------|------------------------|-------|-----------------|-------------------|--------------|---------------|--|---------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 1                    | Agrate_Brianza         | MB    | 114             | 2600              | 192.100,00   | 9             | 172.890,00                               | -                   | 77.727,18                         | -                              |
| 2                    | Aicurzio               | MB    | 61              | 1452              | 152.900,00   | 9             | 137.610,00                               | -                   | 54.495,85                         | -                              |
| 3                    | Arcore                 | MB    | 176,3           | 3600              | 222.400,00   | 7             | 194.600,00                               | -                   | 114.076,05                        | - 316,85                       |
| 4                    | Bellinzago_Lombardo    | MI    | 225             | 2215              | 331.600,00   | 14            | 309.493,33                               | -                   | 110.665,21                        | - 300,20                       |
| 5                    | Bellusco               | MB    | 551             | 3220              | 333.200,00   | 8             | 195.733,33                               | 113.000,00          | 54.360,14                         | - 58.679,98                    |
| 6                    | Bernareggio            | MB    | 95,18           | 2185              | 171.400,00   | 9             | 154.260,00                               | -                   | 72.383,80                         | - 350,15                       |
| 7                    | Brugherio              | MB    | 109,96          | 2799              | 238.300,00   | 7             | 208.512,50                               | -                   | 94.052,20                         | - 2.612,55                     |
| 8                    | Burago_di_Molgora      | MB    | 326             | 2405              | 287.300,00   | 12            | 265.200,00                               | -                   | 53.594,16                         | - 250,25                       |
| 9                    | Busnago                | MB    | 288,7           | 2458              | 282.000,00   | 8             | 174.222,22                               | 86.000,00           | 111.337,84                        | - 32.960,25                    |
| 10                   | Bussero                | MB    | 100             | 3935              | 443.900,00   | 10            | 258.090,91                               | 160.000,00          | 185.961,74                        | - 80.720,18                    |
| 11                   | Carnate                | MB    | 120             | 3016              | 312.100,00   | 8             | 183.200,00                               | 106.000,00          | 126.129,67                        | - 41.359,50                    |
| 12                   | Carpiano               | MI    | 350             | 2240              | 80.000,00    | -             | -  | 80.000,00           | -                                 | - 28.113,60                    |
| 13                   | Carugate               | MI    | 553,7           | 3890              | 314.100,00   | 9             | 282.690,00                               | -                   | 107.032,62                        | -                              |
| 14                   | Cavenago_Brianza       | MB    | 417             | 1814              | 199.900,00   | 8             | 106.577,78                               | 80.000,00           | 531,35                            | - 40.079,68                    |
| 15                   | Cernusco_Sul_Naviglio  | MI    | 527             | 12340             | 1.311.200,00 | 9             | 622.080,00                               | 620.000,00          | 4.059,59                          | - 410.539,32                   |
| 16                   | Cerro_Al_Lambro        | MI    | 73              | 858               | 131.300,00   | 8             | 90.044,44                                | 30.000,00           | 74.175,94                         | - 9.889,50                     |
| 16                   | Cerro_Al_Lambro_Riozzo | MI    | 5               | 301               | 57.400,00    | 10            | 42.181,82                                | 11.000,00           | -                                 | -                              |
| 18                   | Cologno_Monzese        | MI    | 613,19          | 4138              | 544.300,00   | 7             | 257.512,50                               | 250.000,00          | - 288.745,77                      | - 110.786,16                   |
| 19                   | Colturano              | MI    | 112             | 1162              | 230.200,00   | 13            | 181.257,14                               | 35.000,00           | 115.320,33                        | - 8.464,07                     |
| 20                   | Concorezzo             | MB    | 591             | 4492              | 503.400,00   | 9             | 273.060,00                               | 200.000,00          | 187.143,85                        | - 103.519,81                   |
| 21                   | Cornate_d_Adda         | MB    | 80,8            | 6609              | 423.400,00   | 7             | 169.225,00                               | 230.000,00          | 128.708,70                        | - 165.759,97                   |
| 22                   | Correzzana             | MB    | 79,02           | 2102              | 136.200,00   | 8             | 121.066,67                               | -                   | 45.997,35                         | -                              |
| 23                   | Dresano                | MI    | 152             | 2905              | 462.100,00   | 13            | 336.235,71                               | 100.000,00          | 212.631,54                        | - 59.909,10                    |
| 24                   | Gessate                | MI    | 111             | 2420              | 244.300,00   | 10            | 222.090,91                               | -                   | 57.496,35                         | - 294,84                       |
| 25                   | Inzago                 | MI    | 1023            | 4232              | 636.900,00   | 21            | 607.950,00                               | -                   | 607.950,00                        | - 408,40                       |
| 26                   | Lesmo                  | MB    | 339             | 3056              | 214.700,00   | 8             | 190.844,44                               | -                   | 52.190,93                         | - 2.821,66                     |
| 27                   | Liscate                | MI    | 107             | 2844              | 153.100,00   | 8             | 136.088,89                               | -                   | 44.028,39                         | -                              |
| 28                   | Macherio               | MB    | 91,11           | 3767              | 348.700,00   | 9             | 196.830,00                               | 130.000,00          | 31.522,52                         | - 56.672,52                    |
| 29                   | Masate                 | MI    | 71              | 2726              | 379.100,00   | 11            | 265.925,00                               | 89.000,00           | 183.639,70                        | - 36.177,29                    |
| 30                   | Melzo                  | MI    | 319             | 3883              | 500.600,00   | 15            | 469.312,50                               | -                   | 44.719,06                         | - 433,40                       |
| 31                   | Mezzago                | MB    | 165             | 2560              | 407.800,00   | 14            | 296.613,33                               | 90.000,00           | 80.405,61                         | - 45.200,00                    |
| 32                   | Ornago                 | MB    | 73              | 2700              | 220.300,00   | 10            | 200.272,73                               | -                   | 142.826,84                        | -                              |
| 33                   | Pantigliate            | MI    | 160             | 3790              | 635.600,00   | 15            | 455.250,00                               | 150.000,00          | 178.084,53                        | - 102.739,70                   |
| 34                   | Pessano_Con_Bornago    | MI    | 321             | 2600              | 308.900,00   | 8             | 182.133,33                               | 104.000,00          | 139.387,26                        | - 53.920,42                    |
| 35                   | Pozzo_d_Adda           | MI    | 97              | 2230              | 192.600,00   | 10            | 175.090,91                               | -                   | 2.573,03                          | - 350,15                       |
| 36                   | Pozzuolo_Martesana     | MI    | 153             | 2345              | 346.700,00   | 11            | 231.641,67                               | 94.000,00           | 109.937,19                        | - 44.639,12                    |
| 37                   | Rodano                 | MI    | 154             | 1865              | 240.600,00   | 8             | 147.200,00                               | 75.000,00           | 102.048,45                        | - 15.379,95                    |
| 38                   | San_Zenone_Al_Lambro   | MI    | 78              | 2173              | 338.400,00   | 12            | 242.215,38                               | 76.000,00           | 80.904,89                         | - 16.096,66                    |
| 39                   | Settala                | MI    | 238             | 2682              | 281.200,00   | 8             | 152.177,78                               | 110.000,00          | - 7.639,72                        | - 496,14                       |
| 40                   | Sulbiate               | MB    | 184             | 2949              | 217.200,00   | 8             | 130.844,44                               | 70.000,00           | 114.800,52                        | - 8.959,77                     |
| 41                   | Trezzo_sull_Adda       | MI    | 392,77          | 2567              | 314.400,00   | 7             | 161.350,00                               | 130.000,00          | 141.152,00                        | - 42.479,87                    |
| 42                   | Usmate_Velate          | MB    | 232             | 8098              | 714.900,00   | 10            | 359.000,00                               | 320.000,00          | 191.126,52                        | - 158.039,72                   |
| 43                   | Vaprio_d_Adda          | MI    | 123             | 4070              | 255.700,00   | 7             | 223.737,50                               | -                   | 9.208,68                          | -                              |
| 44                   | Vedano_Al_Lambro       | MB    | 121             | 1818              | 332.300,00   | 10            | 235.727,27                               | 73.000,00           | 4.545,36                          | - 28.428,50                    |
| 45                   | Vignate                | MI    | 88              | 5542              | 325.900,00   | 11            | 298.741,67                               | -                   | 117.462,15                        | - 316,85                       |
| 46                   | Vimercate              | MB    | 380             | 5540              | 277.600,00   | 7             | 242.900,00                               | -                   | 109.198,17                        | -                              |
| 47                   | Vimodrone              | MI    | 99              | 2138              | 185.100,00   | 8             | 164.533,33                               | -                   | 164.533,33                        | - 271.875,00                   |
| 48                   | Vizzolo_Predabissi     | MI    | 1032            | 4300              | 1.372.600,00 | 21            | 1.167.027,27                             | 150.000,00          | 841.551,04                        | - 103.452,38                   |
| 49                   | Borgo_San_Giovanni     | LO    | 45              | 3431              | 310.700,00   | 8             | 184.622,22                               | 103.000,00          | 2.577,89                          | - 56.936,56                    |
| 50                   | Casaleto_Lodigiano     | LO    | 165             | 1369              | 212.900,00   | 13            | 159.621,43                               | 41.000,00           | 41.889,21                         | - 18.070,60                    |
| 51                   | Casalmiocco            | LO    | 185             | 2385              | 356.500,00   | 14            | 265.533,33                               | 72.000,00           | 159.682,73                        | - 35.237,55                    |
| 52                   | Caselle_Lurani         | LO    | 49              | 3170              | 221.200,00   | 9             | 157.680,00                               | 46.000,00           | 40.813,36                         | - 16.563,55                    |
| 53                   | Cervignano_D_Adda      | LO    | 200             | 1596              | 179.400,00   | 7             | 121.975,00                               | 40.000,00           | - 5.020,98                        | - 19.098,15                    |
| 54                   | Comazzo                | LO    | 85              | 1813              | 238.700,00   | 10            | 176.090,91                               | 45.000,00           | 40.190,84                         | - 15.105,44                    |
| 55                   | Merlino                | LO    | 37              | 1351              | 106.100,00   | 7             | 63.087,50                                | 34.000,00           | 4.289,01                          | - 13.698,15                    |
| 56                   | Mulazzano              | LO    | 161             | 1526              | 305.800,00   | 15            | 243.562,50                               | 46.000,00           | 48.504,65                         | - 1.812,43                     |
| 57                   | Sant_Angelo_Lodigiano  | LO    | 134             | 3318              | 403.000,00   | 10            | 260.909,09                               | 116.000,00          | 7.064,36                          | - 38.876,21                    |
| 58                   | Torrevecchia_Pia       | PV    | 4               | 1078              | 142.900,00   | 18            | 105.063,16                               | 32.000,00           | 67.343,22                         | - 15.869,72                    |
| DAL 2023             |                        |       |                 |                   |              |               |  |                     |                                   |                                |
| Sordio               |                        |       |                 |                   |              |               | 155.977,99                               |                     |                                   |                                |
| Tribiano             |                        |       |                 |                   |              |               | 187.064,32                               |                     |                                   |                                |
| Gorgonzola           |                        |       |                 |                   |              |               | 1.097.235,19                             |                     |                                   |                                |
| <b>19.283.100,00</b> |                        |       |                 |                   |              |               | <b>15.069.664,37</b>                     | <b>4.337.000,00</b> | <b>5.574.209,10</b>               | <b>1.766.713,18</b>            |
|                      |                        |       |                 |                   |              |               |  |                     | <b>7.340.922,28</b>               |                                |

2023  
 2024  
 2025  
 2026  
 2027  
 2028  
 2029  
 2030  
 2031  
 2032  
 2033  
 2034  
 2035  
 2036  
 2037  
 2038  
 2039  
 2040  
 2041  
 2042  
 2043  
 2044  
 2045  
 2046  
 2047  
 2048  
 2049  
 2050

2023  
 2024  
 2025  
 2026  
 2027  
 2028  
 2029  
 2030  
 2031  
 2032  
 2033  
 2034  
 2035  
 2036  
 2037  
 2038  
 2039  
 2040  
 2041  
 2042  
 2043  
 2044  
 2045  
 2046  
 2047  
 2048  
 2049  
 2050



## Immobili

Anche per gli immobili, si può trovare all'interno della perizia un'ampia sezione nella quale i fabbricati sono analizzati, descritti e valutati. Anche in questo caso è stata compiuta ampia verifica in loco.

Fra gli immobili di maggior valore si trova l'Head Quarter di Cavenago di Brianza – Loc. Cascina Sofia. La perizia illustra con dovizia di particolari struttura, superfici e stato di conservazioni. Il fabbricato ad uso uffici si distingue nella porzione avente interesse storico, ristrutturata nel corso del tempo, a cui successivamente è stata aggiunta una porzione edificata nel 2005. Si aggiungono inoltre un fabbricato ad uso magazzino-deposito e il fabbricato ad uso serra e deposito con centrale termica. Come indicato nel precedente paragrafo il Centro Servizi di Melegnano comprende anche la valutazione della relativa piattaforma oltre ai due fabbricati principali.

Il complesso immobiliare "Centro multimateriale di Liscate" è costruito su terreno in diritto di superficie a favore del Comune di Liscate, scadente il 25.11.2034, quindi con ancora 12 anni di vita utile prima della devoluzione al Comune. Con riferimento ai beni in Diritto di Superficie il perito ha considerato una vita residua delle componenti fabbricati, sistemazioni esterne e impianti fissi di stretta pertinenza non superiore alla durata residua dei diritti di superficie stipulati.

Come anticipato, anche in questo caso il Valore Corrente di Utilizzo è stato rideterminato sulla base della relativa Vita Utile Residua.

| Codice Immobile | Comune                        | Prov. | Sup. Lorda [mq] | Sup. Terreno [mq] | VCU [€]    | Vita residua | di cui: | VCU Fabbr. + Sist. Est. + Imp. Fissi [€] | VM Terreno [€] | Plus/minusvalenza 2023 Fabbricati | Plus/minusvalenza 2023 Terreni |
|-----------------|-------------------------------|-------|-----------------|-------------------|------------|--------------|---------|--|----------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 1               | Agrate Brianza                | MB    | 3.230           | 6.375             | 2.604.000  | 21           |         | 1.565.714                                | 960.000        | 322.138,30                        | 20.840,00                      |
| 2               | Bellusco                      | MI    | 8.777           | 14.742            | 6.235.000  | 24           |         | 4.700.625                                | 1.330.000      | 2.381.541,06                      | 413.600,75                     |
| 3               | Bellusco - Mezzago            | MI    | 2.990           | 36.461            | 2.163.000  | 9            |         | 1.353.778                                | 640.000        | 1.090.540,01                      | 360.013,22                     |
| 4               | Casalmajocco                  | LO    | 1.437           | 5.865             | 1.235.000  | 19           |         | 696.316                                  | 500.000        | 40.451,97                         | 350.392,43                     |
| 5               | Cavenago Brianza - C.na Sofia | MB    | 5.645           | 64.550            | 4.929.000  | 20           |         | 3.428.550                                | 1.320.000      | 1.034.904,49                      | 762.726,63                     |
| 6               | Cologno Monzese               | MI    | 1.734           | 5.542             | 1.144.000  | 13           |         | 751.385                                  | 330.000        | 396.189,65                        | 48.751,50                      |
| 7               | Liscate - Centro MM           | MI    | 6.475           | 15.198            | 1.870.000  | 11           |         | 1.700.000                                | -              | 679.432,53                        | -                              |
| 8               | Liscate - Centro Servizi      | MI    | 2.977           | 4.643             | 2.563.000  | 26           |         | 1.791.346                                | 700.000        | 606.581,05                        | 175.247,03                     |
| 9               | Melegnano - CS + P.E.         | MI    | 2.143           | 12.294            | 2.428.000  | 18           |         | 1.717.000                                | 610.000        | 1.047.653,94                      | 170.840,97                     |
| 10              | Trezzano Rosa                 | MI    | 1.288           | 3.806             | 991.000    | 21           |         | 700.952                                  | 255.000        | 114.577,46                        | 114.624,00                     |
| 11              | Vimercate                     | MB    | 1.257           | 2.820             | 1.088.000  | 18           |         | 630.889                                  | 420.000        | 10.809,14                         | 318.473,00                     |
| DAL 2023        |                               |       |                 |                   |            |              |         |  |                |                                   |                                |
|                 | Torrevecchia Pia              |       |                 |                   |            |              |         | 542.637                                  | 121.503        |                                   |                                |
|                 |                               |       |                 |                   | 27.250.000 |              |         | 19.579.192                               | 7.186.503      | 4.826.776,41                      | 2.385.015,47                   |
|                 |                               |       |                 |                   |            |              |         |  |                |                                   | 7.211.791,88                   |

## Immobile in leasing

La perizia include anche una valutazione dell'immobile adibito a scopo industriale, precedentemente appartenente a CEM Servizi, situato a Brugherio, non posseduto in proprietà ma oggetto di un

contratto di locazione finanziaria. Nella valutazione, si è considerata l'ipotesi di possesso in piena proprietà dell'immobile, senza prendere in considerazione l'effetto delle rate residue del leasing. Naturalmente l'immobile in locazione, secondo i principi contabili nazionali, non è inserito in bilancio. Valorizzandone il valore di perizia, ed inserendo le rate residue del leasing a detrazione della valutazione peritale, per tale immobile emerge una plusvalenza pari a . 662.965 euro.



Handwritten signature in black ink, appearing to be 'G. Rossi'.

### **Riassunto del valore degli immobili.**

L'analisi dettagliata dei valori precedentemente definiti, confrontata con i valori di bilancio già comprensivi della rivalutazione operata nel 2020, ha portato a un incremento complessivo nella valutazione di tutti gli asset immobiliari, ammontante a 15.215.679 euro (ottenuto sommando 7.340.922 euro, 7.211.792 euro e 662.965).

Questo importo è stato direttamente applicato ai valori registrati nel bilancio del 2023, determinando così una revisione del valore dei fabbricati a 47.463.981

### **Impianti e attrezzature.**

Nella valutazione di questa categoria di asset il perito ha considerato i tre metodi valutativi analizzati in precedenza (Metodo Comparativo, Metodo del Costo e Metodo Reddittuale), ma trattandosi di una valutazione in continuità d'uso ha fatto riferimento solo al Metodo del Costo. Il metodo Comparativo è stato utilizzato solo su alcune categorie come verifica dei risultati ottenuti. Tale approccio definisce quindi il valore massimo di una proprietà come il costo necessario per costruirne una nuova con utilità equivalente a quella in esame, considerando la riduzione del costo dovute al fatto che tale proprietà non è nuova. La vita utile residua è stata determinata dal perito sulla base dei seguenti presupposti:

Handwritten signature in black ink, appearing to be 'G. Rossi'.

- Completo e continuo svolgimento dei programmi di manutenzione;
- Piena rispondenza di tutti gli impianti alle normative vigenti;
- Buona cura dei beni da parte degli operatori addetti alla conduzione o all'utilizzo dei beni stessi;
- Totale assenza di eventi straordinari e non prevedibili negli anni futuri.

La tabella seguente riporta le vite utili calcolate dal perito alla data di riferimento del 31 dicembre 2022:

| Categoria   | Vita Utile (anni) |
|---|-------------------|
| IMPIANTO DI TRATTAMENTO DELLE TERRE DI SPAZZAMENTO (LISCATE)            | 25                |
| OPERE COMPLEMENTARI IMPIANTO TERRE                                      | 40                |
| IMPIANTO DI INTERCETTAZIONE DEL BIOGAS DA DISCARICA E COGENERAZIONE     | 28                |
| IMPIANTO DI INTERCETTAZIONE E DEPURAZIONE DEL PERCOLATO DELLA DISCARICA | 32                |
| IMPIANTI FOTOVOLTAICI   | 25                |
| IMPIANTI GENERICI   | 20                |
| IMPIANTI ELETTRONICI  | 12                |
| CONTAINER   | 20                |
| ATTREZZATURE  | 15                |
| APPARECCHIATURE ELETTRONICHE  | 5                 |
| AUTOVETTURE   | 10                |
| AUTOVETTURE ELETTRICHE  | 8                 |
| MEZZI OPERATIVI DISCARICA   | 10                |
| AUTOMEZZI STRUMENTALI   | 8/10              |

Fra gli impianti di maggior valore si trova per esempio l'impianto di trattamento dei rifiuti da spazzamento terre, esistente presso il Centro multimateriale di Liscate, che provvede al "lavaggio" dei rifiuti provenienti dallo spazzamento stradale attraverso un ciclo complesso di separazione e gestione separata delle sostanze inquinanti, sia disciolte o emulsionate o in sospensione, e di trattamenti chimici-fisici-biologici dell'acqua torbida e ricircolo dell'acqua depurata.

L'impianto di intercettazione del biogas prodotto dalla degradazione dei rifiuti, il quale in origine era costituita da 150 pozzi d'estrazione. In considerazione della riduzione dei volumi di biogas prodotti dalla discarica, nel 1999 l'impianto è stato completamente ristrutturato. Ora l'intercettazione è costituita da soli 35 pozzi.

Considerando quindi le analisi del perito e aggiornando i valori sulla base della Vita Utile Residua stimata, il Valore Corrente di Utilizzo delle immobilizzazioni materiali oggetto di valutazione, alla data di riferimento del 31 dicembre 2023, può essere ragionevolmente espresso in euro 11.318.926, come illustrato nella seguente tabella.

Il valore dei beni viene quindi incrementato di euro 6.034.279.



| CATEGORIA  | VCU [€]           | VUR anni =<br>vita utile -<br>età effettiva | Plus/minusvalenza<br>2023 |
|--|-------------------|---|---------------------------|
| AB.35.249 - IMPIANTI GENERALI CASCINA SOFIA          | 30.771,43         | 6   | 30.771                    |
| AB.35.250 & AB.35.251 - IMPIANTO PERCOLATO DISCARICA | 314.416,67        | 11  | 249.161                   |
| AB.35.253 - IMPIANTO FOTOVOLTAICO                    | 135.473,68        | 18  | 44.098                    |
| AB.35.252 & AB.35.254 - IMPIANTO BIOGAS              | 649.721,43        | 13  | 628.641                   |
| AB.35.256 - IMPIANTI GENERICI DA CEM SERVIZI         | 70.172,22         | 17  | 28.144                    |
| AB.35.300 - ATTREZZATURE DISCARICA                   | 53.987,50         | 7   | 49.507                    |
| AB.35.305 - ATTREZZATURE CASCINA SOFIA               | 12.162,50         | 7   | 11.540                    |
| AB.35.306 - ATTREZZATURE STAZ. TRASFERIMENTO B/M     | 21.230,77         | 12  | 18.661                    |
| AB.35.307 - ATTREZZATURE PER CENTRI SERVIZI          | 74.983,33         | 11  | 58.003                    |
| AB.35.308 - ATTREZZATURA VARIA                       | 31.015,38         | 12  | 23.056                    |
| AB.35.310 - APPARECCHIATURE VIDEOSORV. DISCARICA     | 5.600,00          | 8   | 4.887                     |
| AB.35.315 - APPARECCHIATURE VIDEOSORV. C.NA SOFIA    | 6.750,00          | 3   | 5.232                     |
| AB.35.321 - APPARECCHIATURE CENTRO MULTIM. LISCATE   | 35.190,00         | 9   | 21.379                    |
| AB.35.270 - IMPIANTO TERRE DA SPAZZAMENTO            | 1.251.818,18      | 10  | 596.087                   |
| AB.35.271 - OPERE COMPLEMENTARI IMPIANTO TERRE       | 272.596,15        | 25  | 92.018                    |
| AB.35.360 - AUTOMEZZI                                | 182.612,50        | 7   | 125.804                   |
| AB.35.362 - AUTOCARRI                                | 4.250,00          | 1   | 4.250                     |
| AB.35.364 - AUTOMEZZI STRUMENTALI                    | 6.138.737,50      | 7   | 2.595.312                 |
| AB.35.365 - AUTOVEICOLI DIVERSI                      | 38.142,86         | 6   | 22.899                    |
| AB.35.374 - MACCHINE SPAZZATRICI                     | 43.800,00         | 6   | 32.460                    |
| AB.35.361 - AUTOVETTURE ELETTRICHE                   | 16.160,00         | 4   | 13.601                    |
| AB.35.370 - MEZZI OPERATIVI DISCARICA                | 59.550,00         | 3   | 40.175                    |
| AB.35.371 - MEZZI OPERATIVI STAZIONE B/M             | 106.866,67        | 2   | 88.116                    |
| AB.35.372 - MEZZI OPERATIVI CENTRO MULTIM. LISCATE   | 218.742,86        | 6   | 113.247                   |
| AB.35.373 - MEZZI OPERATIVI IMPIANTO TERRE DA SPAZZA | 69.442,11         | 18  | 16.355                    |
| AB.35.375 - MEZZI OPERATIVI CENTRI SERVIZI           | 34.560,00         | 9   | 3.917                     |
| AB.35.390 - CONTAINER R.D.                           | 1.315.533,33      | 14  | 1.104.494                 |
| AB.35.395 - ATTREZZATURE SERVIZI IGIENE URBANA       | 58.725,00         | 3   | 54.762                    |
| AB.35.400 - IMPIANTI VIDEOSORVEGLIANZA               | 65.914,29         | 6   | 45.897                    |
|  | <b>11.318.926</b> |   | <b>6.034.279</b>          |

Gli altri beni strumentali indicati in bilancio, di valore netto complessivamente molto inferiore, sono valutati senza variazione rispetto agli importi di bilancio, con questo scontando un'ipotesi assolutamente prudentiale ampiamente diffusa.

*overseer*

*overseer*

GIUSSANO

### **Immobilizzazioni immateriali**

Sono costituite, oltre che dal software per euro 55.918, dal valore dei diritti di superficie inerenti i fabbricati costruiti, dagli oneri pluriennali provenienti da CEM Servizi e dalle migliorie sugli immobili. Sono, ad avviso del sottoscritto, da annullarsi in quanto compresi all'interno delle valutazioni di avviamento più oltre determinate, fatta eccezione appunto per il valore residuo del software e per il valore del diritto di superficie inerente la piattaforma di Vimodrone e le piattaforme minori, le cui eventuali plusvalenze sono ricomprese nella valutazione fatta sulle piattaforme. Il valore complessivo riconosciuto, comprensivo del software, diventa quindi euro 331.081, con una minusvalenza di euro 232.052.

### **Immobilizzazioni finanziarie.**

La società possiede, dopo la fusione che ha azzerato la partecipazione CEM Servizi, le sole due partecipazioni minoritarie che esprimono collegamenti con società con le quali CEM Ambiente ha rapporti commerciali.

Per le partecipazioni minoritarie, si ritiene di dover distinguere tra la società Ecolombarda, S.r.l., con quota posseduta dello 0,40%, che valorizzata alla quota del netto patrimoniale corrispondente realizza una minusvalenza di euro 104.354, e la società Seruso, che come indicato in nota integrativa è valutata al costo che è significativamente superiore rispetto alla quota di patrimonio netto detenuta.

Nel corso del 2021 la società ha investito significativamente nella Seruso Spa, in un'ottica di valorizzazione delle sue attività anche come complementari a quelle di CEM. Si ritiene, in coerenza con gli esercizi passati, di dover mantenere il valore di bilancio, al 31.12.2023 pari ad euro 1.830.980, derogando al principio del patrimonio netto che invece comporterebbe una sensibile riduzione.

### **Immobilizzazioni immateriali – l'avviamento.**

Come precedentemente menzionato nella sezione relativa al metodo, questa perizia include una stima separata dell'avviamento, utilizzando il metodo finanziario. Questo metodo calcola il valore economico del capitale netto dell'azienda basandosi sulle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa attualizzati destinati agli azionisti. La determinazione dell'avviamento avverrà confrontando il valore

complessivo dell'azienda (EV - equity value) con il suo patrimonio netto e attribuendo la differenza all'avviamento. Inoltre, sarà effettuato un conteggio di verifica attraverso la valutazione separata dell'avviamento secondo il metodo della stima autonoma del goodwill, al fine di ottenere un valore medio.

Per quanto riguarda la situazione dell'attività aziendale, caratterizzata da contratti ragionevolmente sicuri con partner solidi, si ritiene prudente considerare un periodo di flussi finanziari limitato ma costante, coerente con le perizie precedenti. Pertanto, verranno considerati cinque anni completi, dal 2024 al 2028.

Una volta calcolato il valore attuale dei flussi di cassa, il valore di mercato (W) potrà essere stimato utilizzando il cosiddetto WACC (Weighted Average Cost of Capital), ovvero il costo medio ponderato del capitale.

La formula del WACC è la seguente:

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

dove:

WACC = Weighted Average Cost of Capital

$K_e$  = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (Equity)

D = indebitamento (Debt)

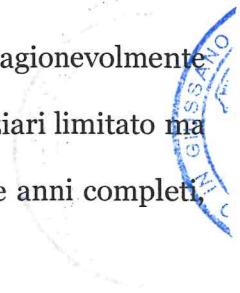
$K_d$  = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Poiché CEM mostra una sostanziale assenza di debiti al 31 dicembre 2023, si suggerisce di utilizzare solo la prima componente della formula del WACC, cioè il costo del capitale proprio ( $K_e$ ), senza considerare il costo dell'indebitamento ( $K_d$ ).

Per stimare i flussi di cassa previsti nel periodo abbiamo utilizzato, come per l'anno scorso, le proiezioni economico-finanziarie presenti nel piano industriale elaborato dal management della società e approvato il 15 febbraio 2023, il quale copre un arco temporale che va fino al 2026. Si

Carlo Scappi  
G.M.R.C.



precisa però che il budget per l'anno 2024 è stato oggetto di revisione e adeguamento all'impianto della regolazione ARERA. Le stime dei costi/ricavi attesi per l'anno 2024 sono quindi state adeguate tenendosi conto del nuovo contesto regolatorio e, in particolare, della nuova modalità di applicazione del meccanismo di *sharing* sugli introiti derivanti dalla vendita dei materiali recuperabili, riconducibili o meno alle filiere CONAI (come menzionato dell'“Integrazione e revisione della Relazione Programmatica e del Budget per l'anno 2024”). Le modifiche introdotte portano a rettificare la stima dei costi attesi per il 2024 come da seguente tabella di dettaglio.

| Costi per attività  |          | Budget 2024       |
|---|----------|-------------------|
| Materiale di consumo e merci per erogazione servizi e forniture | €        | 3.750.000         |
| Servizi trasporto, recupero e smaltimento rifiuti               | €        | 18.300.000        |
| Servizi per appalto SIU   | €        | 24.850.000        |
| Servizi complementari ed altri servizi                          | €        | 200.000           |
| Gestione convenzioni e contributi CONAI                         | €        | 1.850.000         |
| Gestione e conduzione impianti                                  | €        | 1.000.000         |
| Spese generali varie  | €        | 6.900.000         |
| Ammortamenti  | €        | 4.150.000         |
| Spese per il personale  | €        | 17.100.000        |
| <b>TOTALI</b>   | <b>€</b> | <b>78.100.000</b> |

I ricavi per l'anno 2024 vengono invece stimati per complessivi 80.5 milioni di euro.

In linea con quanto esposto gli importi relativi agli anni 2025 e 2026 risultanti da piano industriale sono stati adeguati prevedendo una riduzione dei relativi ricavi e costi.

Per mantenere coerenza con le precedenti perizie, abbiamo ritenuto opportuno estendere il periodo preso in considerazione a 5 anni, considerando quindi un arco temporale fino all'anno 2028. Ricordiamo comunque che la società assume una particolare prudenza nelle proprie ipotesi valutative, e questo dovrà essere tenuto in adeguata considerazione nella definizione dei tassi di attualizzazione dei flussi futuri.

L'analisi degli anni 2027-2028 nel nostro piano si basano su due considerazioni principali:

- La stima del valore della produzione tiene conto di un tasso di crescita in linea con quanto emerso dal periodo considerato nel piano industriale, a partire dall'ultimo anno del piano che è il 2026.



- I costi sono stati calcolati prendendo in considerazione l'incidenza media che hanno nei periodi considerati nel piano industriale
- Si sono considerati gli esercizi 2027 e 2028 come privi di investimenti significativi.

In questo modo, riteniamo di avere una visione completa e coerente delle prospettive economiche e finanziarie dell'azienda nel periodo preso in esame.

I flussi di cassa (FCF) così generati sono illustrati nella tabella seguente.

| CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO                            |                      |           |                      |           |                      |           |                      |           |                      |    |
|---|----------------------|-----------|----------------------|-----------|----------------------|-----------|----------------------|-----------|----------------------|----|
|   | 2028                 |           | 2027                 |           | 2026                 |           | 2025                 |           | 2024                 |    |
| Importo in unità di €                                     |                      |           |                      |           |                      |           |                      |           |                      |    |
| Ricavi delle vendite                                      |                      |           |                      |           |                      |           |                      |           |                      |    |
| Produzione interna  |                      |           |                      |           |                      |           |                      |           |                      |    |
| <b>VALORE DELLA PRODUZIONE OPERATIVA</b>                  | <b>91.383.534,00</b> |           | <b>89.591.700,00</b> |           | <b>87.835.000,00</b> |           | <b>84.054.000,00</b> |           | <b>80.500.000,00</b> |    |
| Costi esterni operativi                                   | 62.557.305,83        | 68%       | 61.330.691,99        | 68%       | 60.136.000,00        | 67%       | 58.198.000,00        | 69%       | 55.550.000,00        |    |
| Ripercussioni conflitto russo-ucraina                     | -                    |           | -                    |           | -                    |           | -                    |           | -                    |    |
| Valore aggiunto   | € 28.417.303         | 31%       | € 27.860.101         | 31%       | € 27.699.000         | 32%       | € 25.856.000         | 31%       | € 24.950.000         |    |
| Costi del personale                                       | 19.861.563,15        | 22%       | 19.472.120,73        | 22%       | 19.591.000,00        | 22%       | 18.203.000,00        | 22%       | 17.100.000,00        |    |
| Oneri diversi di gestione tipici                          | 1.446.444,18         | 2%        | 1.418.082,53         | 2%        | 1.373.000,00         | 2%        | 1.320.000,00         | 2%        | 1.300.000,00         |    |
| <b>MARGINE OPERATIVO LORDO EBITDA</b>                     | <b>7.109.296,04</b>  | <b>8%</b> | <b>6.969.898,08</b>  | <b>8%</b> | <b>6.735.000,00</b>  | <b>8%</b> | <b>6.333.000,00</b>  | <b>8%</b> | <b>6.550.000,00</b>  |    |
| Ammortamenti INVESTIMENTI                                 |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0% |
| Ammortamenti e accantonamenti                             | 4.698.942,92         | 5%        | 4.606.806,79         | 5%        | 4.229.000,00         | 5%        | 4.586.000,00         | 5%        | 4.150.000,00         |    |
| <b>RISULTATO OPERATIVO</b>                                | <b>2.410.353,12</b>  | <b>3%</b> | <b>2.363.091,29</b>  | <b>3%</b> | <b>2.506.000,00</b>  | <b>3%</b> | <b>1.747.000,00</b>  | <b>2%</b> | <b>2.400.000,00</b>  |    |
| Risultato dell'area accessoria                            | -                    | 0%        | -                    | 0%        | -                    | 0%        | -                    | 0%        | -                    | 0% |
| Risultato dell'area finanziaria (al netto degli oneri fi) | 50.000,00            |           | 50.000,00            |           | 50.000,00            |           | 50.000,00            |           | 50.000,00            |    |
| <b>EBIT NORMALIZZATO</b>                                  | <b>2.460.353,12</b>  | <b>3%</b> | <b>2.413.091,29</b>  | <b>3%</b> | <b>2.556.000,00</b>  | <b>3%</b> | <b>1.797.000,00</b>  | <b>2%</b> | <b>2.450.000,00</b>  |    |
| Risultato dell'area straordinaria                         |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0% |
| <b>EBIT INTEGRALE</b>                                     | <b>2.460.353,12</b>  | <b>3%</b> | <b>2.413.091,29</b>  | <b>3%</b> | <b>2.556.000,00</b>  | <b>3%</b> | <b>1.797.000,00</b>  | <b>2%</b> | <b>2.450.000,00</b>  |    |
| Oneri finanziari  |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0%        |                      | 0% |
| <b>RISULTATO LORDO</b>                                    | <b>2.460.353,12</b>  | <b>3%</b> | <b>2.413.091,29</b>  | <b>3%</b> | <b>2.556.000,00</b>  | <b>3%</b> | <b>1.797.000,00</b>  | <b>2%</b> | <b>2.450.000,00</b>  |    |
| Imposte sul reddito                                       | 688.898,87           | 1%        | 675.665,56           | 1%        | 711.000,00           | 1%        | 498.000,00           | 1%        | 508.000,00           |    |
| <b>RISULTATO NETTO</b>                                    | <b>1.771.454,25</b>  |           | <b>1.737.425,73</b>  |           | <b>1.845.000,00</b>  |           | <b>1.299.000,00</b>  |           | <b>1.942.000,00</b>  |    |
| - Investimenti  |                      |           |                      |           | - 2.818.000,00       |           | - 3.618.000,00       |           | - 3.918.000,00       |    |
| + Ammortamenti  | 4.698.942,92         |           | 4.606.806,79         |           | 4.229.000,00         |           | 4.586.000,00         |           | 4.150.000,00         |    |
| titoli obb. + aumenti cap. per ingresso nuovi soci        |                      |           |                      |           | 1.286.000,00         |           | 1.286.000,00         |           | 1.286.000,00         |    |
| +/-capitale circolante netto                              | 622.000,00           |           | 622.000,00           |           | 622.000,00           |           | 668.000,00           |           | 374.000,00           |    |
| <b>FCF</b>  | <b>7.092.397,17</b>  |           | <b>6.966.232,52</b>  |           | <b>5.164.000,00</b>  |           | <b>4.221.000,00</b>  |           | <b>3.834.000,00</b>  |    |
|   | 5                    |           | 4                    |           | 3                    |           | 2                    |           | 1                    |    |
| <b>FCF attualizzato</b>                                   | <b>3.958.947,95</b>  |           | <b>4.369.455,92</b>  |           | <b>3.639.638,75</b>  |           | <b>3.342.951,30</b>  |           | <b>3.412.003,42</b>  |    |

Abbiamo utilizzato il costo medio ponderato del capitale (WACC) come tasso di attualizzazione, calcolandolo attraverso le formule e le metodologie raccomandate dalla dottrina economica. Per scontare l'elevata incertezza economica e finanziaria alla data di stesura della perizia, dovuta al risveglio delle tensioni inflazionistiche e alla persistente incertezza in molti mercati, che ha rimesso in discussione tassi di attualizzazione e di valutazione rimasti identici per parecchi anni, abbiamo adottato numerose precauzioni nelle nostre valutazioni, anche se occorre precisare che, come si vedrà dalla riduzione dei tassi, la situazione del 2024 risulta leggermente migliore.



È importante però sottolineare che, nonostante le incertezze generali, il mercato dei rifiuti urbani è considerato un bisogno ormai insostituibile, e la posizione di mercato della società è garantita dalla stessa sua struttura come aggregazione dei Comuni, oltre che da contratti pluriennali. A questo si aggiunge la particolare prudenzialità operata nella stima dei risultati economici e finanziari futuri, adottata nel piano industriale.

Pertanto, nel calcolare il WACC e nelle nostre analisi finanziarie, abbiamo cercato di affrontare le sfide connesse all'ambiente economico incerto, mantenendo al contempo una visione realistica delle prospettive finanziarie e dell'importanza strategica del settore dei rifiuti urbani.

Di seguito viene presentata un'analisi dettagliata dei tassi e delle valutazioni utilizzate per il calcolo del WACC.

- Tasso privo di rischio (Risk-Free Rate): È stato assunto un tasso privo di rischio del 2%.
- Premio per il rischio di mercato (Market Risk Premium): Questo è stato stimato considerando il profilo di rischio ragionevolmente associato all'investimento. È suddiviso in tre elementi:
  - o Rischio generico del 4,6% (Damodaran): Questa componente rappresenta il premio che gli investitori richiedono per assumere rischi associati agli investimenti in mercati azionari in generale.
  - o Rischio dimensionale pari all'1,5%: Questa componente tiene conto delle dimensioni dell'azienda e del suo impatto sul rischio dell'investimento. Maggiori dimensioni possono essere associate a un rischio più basso, e le dimensioni attuali e future della società sono certamente tali da adottare questa minore aliquota.
  - o Rischio paese del 3,21% per l'Italia (Damodaran): Questa componente riflette il rischio specifico del paese in cui l'azienda opera.
- Coefficienti Beta di 1,23: Il coefficiente Beta è un indicatore della sensibilità dell'investimento rispetto ai movimenti del mercato azionario. Un Beta maggiore di 1 indica una maggiore sensibilità agli scostamenti del mercato.

Utilizzando queste valutazioni, è stato calcolato un WACC pari al 12,37%. Questo tasso di attualizzazione è stato quindi applicato ai flussi finanziari previsti per ottenere i risultati finanziari di seguito illustrati.

| Anno | Free Cash Flow | Attualizzato      |
|------|----------------|-------------------|
| 2024 | 3.834.000      | 3.412.003         |
| 2025 | 4.221.000      | 3.342.951         |
| 2026 | 5.164.000      | 3.639.639         |
| 2027 | 6.966.233      | 4.369.456         |
| 2028 | 7.092.397      | 3.958.948         |
|      |                | <b>18.722.997</b> |

È importante sottolineare che l'adozione di un tasso di attualizzazione elevato, come il WACC 12.37%, non solo riflette un approccio prudente alle valutazioni finanziarie, ma tiene anche conto di possibili traiettorie di diminuzione degli utili e delle sfide operative che potrebbero influire negativamente sulla produttività aziendale. Questa scelta può essere vista come una precauzione per gestire i rischi associati all'investimento in modo responsabile.

Un tasso di attualizzazione più elevato, infatti, implica che i flussi di cassa futuri vengano scontati a un tasso più alto, il che significa che i valori futuri sono penalizzati in modo più significativo. Questo può riflettere una visione conservatrice delle prospettive aziendali, prendendo in considerazione potenziali scenari avversi, periodi di incertezza o politiche di sconto ulteriormente accordate ai Comuni, ma riprendendo le considerazioni fatte in premessa, sulla "accessorietà" della valutazione di tipo reddituale, ritengo sia congrua all'interno delle ragioni generali della perizia stessa.

#### ***La determinazione del terminal value.***

Nel contesto dei metodi di valutazione finanziaria, è fondamentale considerare il "terminal value" (TV), che rappresenta il valore dell'azienda al termine del periodo di riferimento. Comunemente, il terminal value viene calcolato basandosi sulla capitalizzazione dei flussi finanziari dell'ultimo periodo, rappresentando un valore stabile e indipendente da ulteriori investimenti o fluttuazioni. Ad esempio, il metodo dell'"exit multiple method" utilizza un multiplo medio applicato all'EBITDA dell'ultimo anno.

In questa valutazione, il terminal value riveste un ruolo peculiare poiché deve stimare il valore aziendale alla fine del ciclo dei flussi finanziari previsti fino al 31 dicembre 2028. Si è scelto di utilizzare un approccio estremamente prudente, che porta a un TV inferiore al valore netto contabile attuale, calcolando un multiplo di 6 applicato all'EBITDA medio degli ultimi quattro anni.

Dato che l'EBITDA medio degli ultimi quattro anni è di 7.109.296 euro, l'applicazione del multiplo 6 produce un TV, che, quando attualizzato al tasso del 12.37%, risulta pari a 26.755.141 euro.

A questo punto, il calcolo del valore d'azienda (Enterprise Value) giunge a 45.478.138 euro (18.722.997 + 26.755.141). Per ottenere il valore del patrimonio netto (Equity Value), bisogna sottrarre (o aggiungere) la posizione finanziaria netta, che al 31 dicembre 2023 è pari a 25.513.677 euro. Questa posizione finanziaria netta viene aggiunta, poiché rappresenta un valore positivo di eccedenza di cassa che rispecchia la situazione patrimoniale positiva dell'azienda.

Confrontando il valore complessivo con il patrimonio netto contabile, si ottiene una valorizzazione dell'avviamento come segue:

|                           | anno 2023         |
|---------------------------|-------------------|
| Valore attuale flusso FCF | 18.722.997        |
| Terminal value            | 26.755.141        |
| PFN                       | 25.513.677        |
| Equity value              | <b>70.991.816</b> |
| Patrimonio netto          | - 62.070.469      |
| Avviamento                | <b>8.921.347</b>  |



### ***Metodo della stima autonoma del goodwill.***

Ai fini del calcolo del valore aziendale secondo questo metodo, si utilizza la formula sottostante:

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

Laddove:

- K è il patrimonio netto, corrispondente al capitale investito, e quindi pari al patrimonio netto (considerato al netto della riserva di rivalutazione che non rappresenta investimenti di alcun genere)
- R è il reddito medio atteso netto, che possiamo determinare come congruo, in ottica prudenziale, al reddito netto del 2022
- i è la redditività media del capitale investito nel settore. Per la natura del settore riteniamo che sia adeguato un tasso di rendimento del 4%
- i' è un tasso di attualizzazione, che per similitudine utilizziamo pari al WACC calcolato nelle modalità illustrate poc'anzi

Per semplicità si adatterà la capitalizzazione infinita, che produce valori più elevati rispetto a quella finita ma che viene resa più prudenziale nell'adozione di un tasso di rendimento del settore e di un tasso di attualizzazione particolarmente prudenti.

I risultati di questa valutazione sono riassunti come segue:

|                            | anno 2023    | anno 2022    |
|----------------------------|--------------|--------------|
| Valore del PN              | 62.070.469   | 59.144.869   |
| meno riserva rivalutazione | - 7.541.122  | - 7.541.122  |
| capitale investito         | 54.529.347   | 51.603.747   |
| tasso di rendita           | 4,00%        | 5,00%        |
| rendita media              | 2.181.174    | 2.580.187    |
| rendita effettiva attesa   | 2.201.605    | 2.674.619    |
| differenziale              | 20.431       | 94.432       |
| patrimonializzazione       | 165.196      | 647.397      |
|                            |              |              |
| Tasso WACC                 | 12,37%       | 14,59%       |
|                            | anno 2023    | anno 2022    |
| Valore attuale flusso FCF  | 18.722.997   | 15.183.551   |
| Terminal value             | 26.755.141   | 28.326.730   |
| PFN                        | 25.513.677   | 23.659.854   |
| Equity value               | 70.991.816   | 67.170.135   |
| Patrimonio netto           | - 62.070.469 | - 59.144.869 |
| Avviamento                 | 8.921.347    | 8.025.266    |
|                            |              |              |
| Media con DCF pesato 2     | 6.002.630    | 5.565.976    |

Nella determinazione del valore dell'avviamento, è stata adottata una media ponderata che assegna maggior peso al metodo finanziario DCF, ritenuto più preciso e giustificabile dal punto di vista analitico, rispetto al metodo della stima autonoma del goodwill. In particolare, si è attribuito un peso di 2 al valore DCF e un peso di 1 al valore ottenuto dalla stima autonoma.

La media ponderata ha prodotto un valore di 6.002.630 euro. Tuttavia, per ulteriori ragioni di prudenza e per semplificazione, si è deciso di arrotondare il valore dell'avviamento a 6.00.000 euro.

### **Magazzino ricambi e materiale di consumo**

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

### **Altre voci dell'attivo.**

Le altre poste dell'attivo della società alla data del 31.12.2023 hanno consistenza numeraria, e quindi sono tendenzialmente di facile valutazione in quanto il loro importo non può che essere inserito al valore nominale, salvo esistano problematiche di incertezza sull'incasso dei crediti ovvero sulla esistenza di crediti dilazionati nel tempo e non fruttiferi di interesse esplicito.

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

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

## PASSIVO PATRIMONIALE

### Fondo rischi

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

### Imposte latenti

La determinazione della plusvalenza netta durante la valutazione delle immobilizzazioni, che comprende anche il valore di avviamento, deve tener conto dei carichi fiscali latenti come elementi correttivi. La maggior parte delle plusvalenze ha beneficiato di una valutazione fiscale adeguata grazie all'operazione di rivalutazione. Data la prospettiva positiva della società, non sembra necessario applicare ulteriori correzioni prudenziali dovute al vincolo pluriennale associato all'efficacia della rivalutazione. Tuttavia, rimane una parte della rivalutazione che non è stata riconosciuta nel bilancio.

Pertanto, per valutare i carichi fiscali potenziali, è corretto calcolare il carico fiscale latente applicando le aliquote IRES ed IRAP attualmente in vigore.

Di seguito sono riportati i relativi calcoli:



|                         | 2023             |
|-------------------------|------------------|
| maggior valore impianti | 20.785.050       |
| avviamento              | 6.000.000        |
| totale rivalutazione    | 26.785.050       |
| aliquota                | 27,90%           |
| <b>Totale</b>           | <b>7.473.029</b> |

Nelle perizie precedenti si era provveduto anche al calcolo delle imposte latenti sulle plusvalenze relative a partecipazioni societarie: in questa occasione l'importo, peraltro negativo, era particolarmente ridotto ed è stato omesso.

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

I relativi importi sono stati inseriti sulla base delle scritture di rettifica al 31.12.2023. La struttura amministrativa e contabile della società li ha conteggiati, secondo metodologie riconosciute e utilizzate in sede di formazione dei bilanci, tali da lasciare presumere la loro correttezza. Si inserisce quindi senza variazione il valore di bilancio.

### Debiti e poste numerarie passive.

Anche per i valori dei debiti e delle altre poste numerarie passive, si possono confermare le considerazioni fatte in tema di poste numerarie dell'attivo: non ci sono valori assoggettabili a procedure di valutazione, per cui si ritiene di dover inserire esattamente i valori contabili alla data del 31.12.2023 conteggiati in base al processo di accertamento delle competenze effettuato in sede di stesura del bilancio.

### Prospetto dell'attivo e del passivo.

Sulla base di quanto sopra descritto, si attesta quindi che la situazione patrimoniale rettificata della società alla data del 31.12.2023, ai fini della perizia, è così composta, evidenziando le sole voci di attivo e passivo:



|                              | bilancio 2023     | perizia23          |
|------------------------------|-------------------|--------------------|
| <b>Attivo</b>                |                   |                    |
| credito v/soci               | 723.995           | 723.995            |
| immateriali                  | 563.133           | 331.081            |
| fabbricati                   | 32.248.302        | 46.801.016         |
| immobile in leasing (CS)     |                   | 662.965            |
| impianti e altri beni        | 7.264.880         | 13.299.159         |
| imm in corso                 | 291.420           | 58.564             |
| imm. Finanziarie             | 1.992.562         | 1.888.080          |
| avviamento                   |                   | 6.000.000          |
| titoli                       | 6.605.425         | 6.605.425          |
| rimanenze                    | 169.001           | 169.001            |
| clienti                      | 18.426.317        | 18.426.317         |
| altri crediti                | 1.221.579         | 1.221.579          |
| fondo svalutazione crediti   | - 255.762         | - 255.762          |
| crediti fiscali              | 444.795           | 444.795            |
| credito imposte anticipate   | 93.313            | 93.313             |
| altri titoli non immobiliz.  | 3.051.672         | 3.051.672          |
| disponibilità liquide        | 15.888.859        | 15.888.859         |
| ratei e risconti             | 317.888           | 317.888            |
| <b>Totale attivo</b>         | <b>89.047.379</b> | <b>115.727.947</b> |
| <b>Passivo</b>               |                   |                    |
| patrimonio netto             | 62.070.469        |                    |
| meno azioni proprie          |                   |                    |
| <b>patrimonio netto</b>      | <b>62.070.469</b> | <b>81.278.008</b>  |
| fondi rischi                 | 2.544.779         | 2.544.779          |
| fondo imposte differite      |                   | 7.473.029          |
| TFr                          | 2.731.045         | 2.731.045          |
| controllate-collegate        | 117.685           | 117.685            |
| fornitori e fatt ricevere    | 17.029.251        | 17.029.251         |
| debiti tributari             | 359.567           | 359.567            |
| debiti previdenziali e altri | 3.269.324         | 3.269.324          |
| risconti passivi             | 925.259           | 925.259            |
| <b>Totale a pareggio</b>     | <b>89.047.379</b> | <b>115.727.947</b> |

emil

cazzica

ABIO IN C...



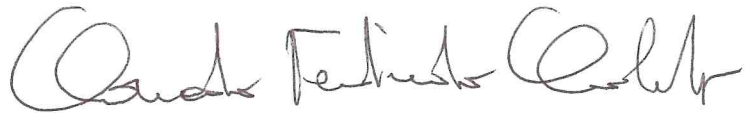
## 5. CONCLUSIONE

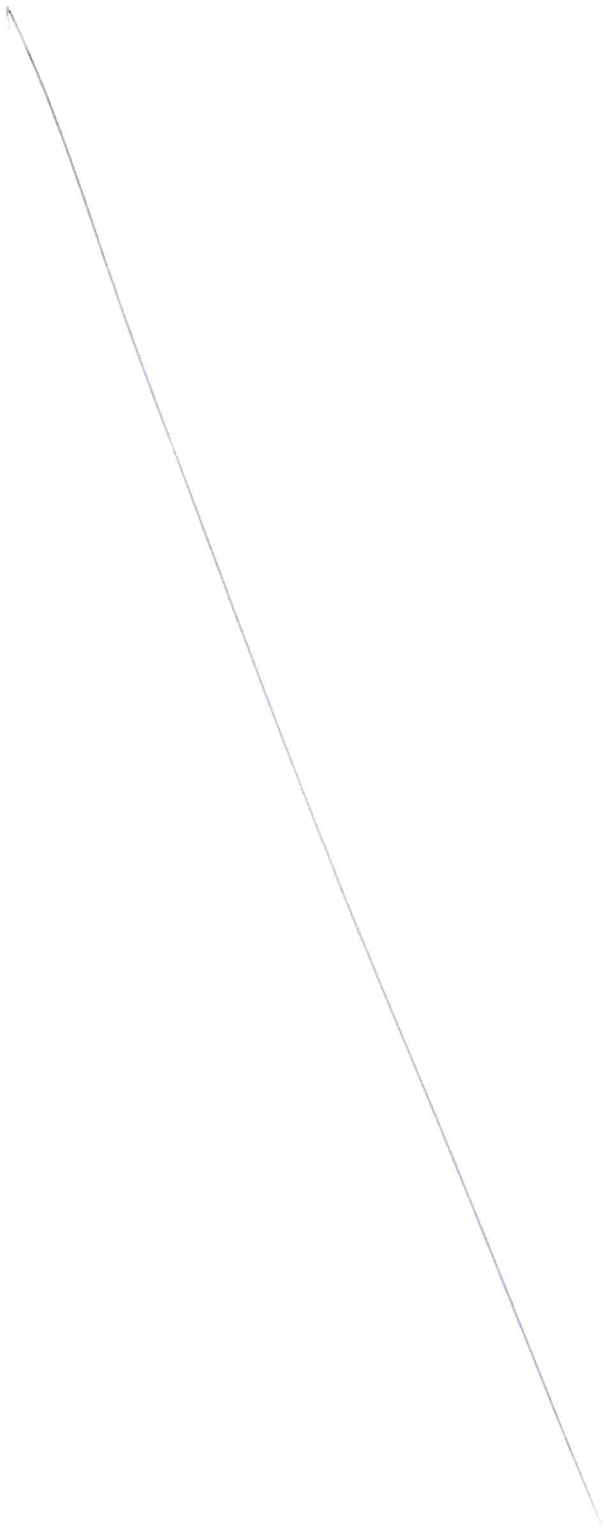
Si attesta quindi, per effetto delle considerazioni sopra descritte e in via assolutamente prudentiale tenendo presente lo scopo della presente valutazione, che il patrimonio netto complessivo della società CEM Ambiente assume un valore al 31.12.2023 di euro 81.278.008.

Quest'ultimo valore, confrontato con il numero di azioni in circolazione pari a 16.920.240, assegna un valore medio per azione di euro 4,80.

Milano 28 maggio 2024

(Dott. Corrado Colombo)





ON  
IN  
GIAO

CARLO SAGGIO – DEBORA FERRO  
NOTAI ASSOCIATI

Via Manara 1 - 20122 Milano - Tel. 02.5512345 - Fax 02.5512422  
Via G. Piola 19-20833 Giussano (MB) - Tel. 0362.354317 - Fax 0362.354326

Repertorio n. 9746

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno sei del mese di giugno dell'anno duemilaventiquattro

6 giugno 2024

in Milano, nel mio studio in via Manara n. 1,

innanzi a me **Carlo Saggio**, notaio in Giussano, iscritto presso il Collegio

Notarile di Milano,

e' personalmente comparso:

- **Corrado Ferdinando Colombo**, nato a Legnano il 20 gennaio 1959, do-

miciliato in Milano, via Carducci n. 32, codice fiscale CLM CRD 59A20

E514W, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e al registro

dei Revisori contabili al n. 15164, D.M. 12 aprile 1995, G.U. 21 aprile 1995

N. 31 bis.

Detto comparente, della cui identità personale io notaio sono certo, mi pre-

senta la relazione peritale che precede e mi chiede di asseverarla con giu-

ramento.

Aderendo alla fattami richiesta, deferisco il giuramento al comparente, pre-

via ammonizione sulle conseguenze delle dichiarazioni false o reticenti e

sull'obbligo di dichiarare la verità.

Il comparente presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:

"Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico affidatomi e di non

aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Richiesto ho ri-



cevuto il presente atto, in parte scritto da persona di mia fiducia e in parte  
da me notaio, su *11* foglio per *due* pagine sin qui e da me letto al  
comparente che lo approva.....

*Carlo Ferrarini*  
*Carlo Saggio*





