

Prof. Alberto Dello Strologo

Docente di Economia Aziendale

Docente di Crisi e Risanamento d'Impresa

Dottore Commercialista - Revisore Legale



STIMA DELLA QUOTA DEL 50,1% DEL CAPITALE DI

GREEN LUXCO CAPITAL SA

ALLA DATA DEL 30.09.2023

INDICE

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	4
2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ E DEL CONTESTO DI RIFERIMENTO E PREMESSA SULL'APPROCCIO VALUTATIVO	5
3. IPOTESI E LIMITAZIONI	11
4. METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE E SCELTA DELLE METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA.....	14
4.1. Le metodologie di stima del capitale economico	14
4.2. La scelta della metodologia valutativa utilizzata per Green LuxCo SA.....	15
5. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DI GREEN LUXCO SA CAPITAL.....	16
5.1. Descrizione della situazione patrimoniale di Green LuxCo SA Capital al 31.12.2022.....	16
5.2. Il valore corrente del Patrimonio Netto di Green LuxCo SA Capital.....	18
5.2.1. Il valore corrente della voce "Spese di costituzione"	18
5.2.2. Il valore corrente della voce "Debiti"	18
5.2.3. Il valore corrente della Partecipazione al capitale sociale di Ecosavona.....	19
5.2.2.1. Descrizione della situazione patrimoniale di Ecosavona al 30.09.2023	19
5.2.2.2. Il piano economico, finanziario e patrimoniale di Ecosavona S.r.l. per il periodo 2024 -2044.....	30
5.2.2.2.1. Il Conto Economico previsionale.....	31
5.2.2.2.2. Lo Stato Patrimoniale.....	45
5.2.2.2.3. Il piano finanziario	48
5.2.2.3. Il piano economico e finanziario in ipotesi di interruzione dell'attività.....	50
5.2.2.4. La stima del capitale economico di Ecosavona S.r.l.	54
5.2.2.4.1. La scelta della metodologia valutativa utilizzata per Ecosavona S.r.l.....	54
5.2.2.4.2. La determinazione dei redditi (EBIT) da attualizzare	55
5.2.2.4.3. Il tasso di attualizzazione.....	56
5.2.2.4.4. Il valore attuale dei redditi operativi attesi sino al 2026 e il valore attuale dell'Indennizzo.....	58
5.2.2.4.5. Il Valore Economico di Ecosavona.....	58
5.2.2.5. Il Valore Economico della quota di partecipazione (70%) detenuta da GL in Ecosavona	59
5.2.2.6. Il valore corrente delle immobilizzazioni finanziarie di Green Luxco.....	59

5.2.3. Il valore economico di Green Luxco Capital pari al patrimonio netto rettificato.....	60
6. IL VALORE DELLA QUOTA DEL 50,1% DI GREEN LUXCO CAPITAL.....	61
7. VALUTAZIONE DELLA QUOTA DEL 50,1% DI GL NELLO SCENARIO ALTERNATIVO DI CONTINUITÀ.....	63
8. LA CONGRUITÀ DEL VALORE DELLA QUOTA RISPETTO AL PREZZO.....	65
9. CONCLUSIONI.....	66



1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

È stato conferito allo scrivente, Prof. Alberto Dello Strologo (di seguito anche solo "Perito" o "Valutatore"), Docente di Economia Aziendale nell'Università degli Studi Roma Tre, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 7558 e al Registro dei Revisori Legali al n. 125240, con procedimento del 7.05.2002, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 36, l'incarico di redigere una relazione di stima (di seguito anche solo "Perizia") del valore economico – alla data del 30.09.2023 – della quota rappresentante il 50,1% del capitale di Green LuxCo SA (di seguito anche solo "GL" o la "Società"), ai fini della cessione a titolo oneroso (di seguito anche solo l'"Operazione") di detta società da parte di Sostenya Group S.r.l (di seguito anche solo "Venditore" o "Sostenya") a favore di Innovatec S.p.A. (di seguito anche solo "Innovatec" o "Acquirente").

Inoltre, è stato richiesto al sottoscritto di attestare la congruità del prezzo che potrà essere corrisposto da Innovatec per tale quota, rispetto al suo valore economico.

La Perizia costituisce adempimento dell'incarico conferito.

Ai fini dello svolgimento del lavoro è stata esaminata la seguente documentazione fornita dalla Società e partitamente indicata nel corpo della Perizia nonché archiviata presso gli archivi informatici del sottoscritto.



2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ E DEL CONTESTO DI RIFERIMENTO E PREMESSA SULL'APPROCCIO VALUTATIVO

Green LuxCo Capital SA è una società di diritto lussemburghese, con sede legale in Via Boulevard Royal n. 26 CAP 2449, Lussemburgo, iscritta al Registro delle Imprese Lussemburghesi (Luxembourg Trade and Companies Register) n. B218182. GL è stata costituita in data 25.09.2017.

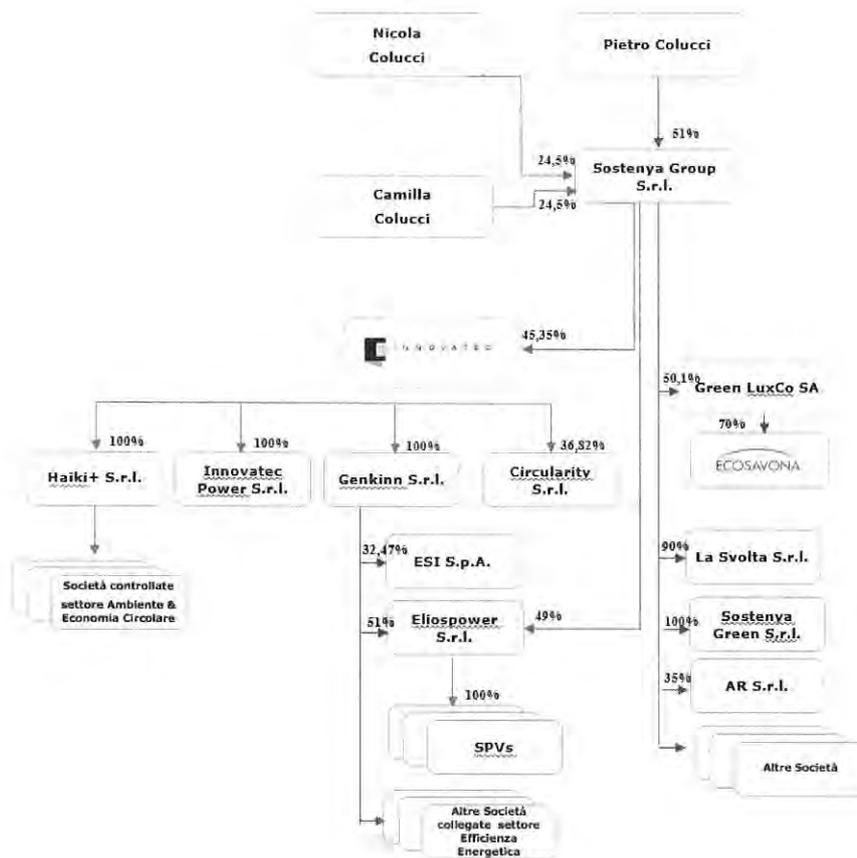
La Società ha per oggetto sociale: *“l'esecuzione di tutte le operazioni relative, direttamente o indirettamente, all'acquisizione di partecipazioni, sotto qualsiasi forma, in qualsiasi società, nonché l'amministrazione, la gestione, il controllo e lo sviluppo di tali società. In qualsiasi forma, in qualsiasi società, nonché l'amministrazione, la gestione, il controllo e lo sviluppo di tali partecipazioni. La Società ha ancora per oggetto la gestione e la valorizzazione del proprio patrimonio immobiliare. Essa, in particolare, può utilizzare i suoi fondi per creare, gestire, sviluppare e liquidare un portafoglio comprendente di tutti i titoli e brevetti di qualsiasi origine, partecipare alla creazione, allo sviluppo e al controllo di qualsiasi società, acquisire, mediante conferimento, sottoscrizione, opzione di sottoscrizione o di acquisto, o in qualsiasi altro modo, tutti i titoli e i brevetti, realizzarli e venderli. Titoli e brevetti, realizzarli tramite vendita, cessione, scambio o altro, sviluppare tali attività e brevetti, e di concedere alle società in cui ha una partecipazione qualsiasi assistenza, prestito, anticipo o garanzia. Essa prenderà tutte le misure necessarie per salvaguardare i propri diritti ed effettuare tutte le operazioni di qualsiasi tipo che siano in relazione con il suo scopo o che lo promuovano. La Società disporrà di tutti i poteri necessari per l'adempimento o lo sviluppo del proprio oggetto sociale, nell'ambito di tutte le attività consentite a una Società di Partecipazione Finanziaria.”*

GL è, pertanto, una *holding* di partecipazioni, il capitale sociale della quale è detenuto per il 50,1% da Sostenya Group S.r.l. e per il 49,9% da Ancient Stone LLC.

Il capitale sociale di Sostenya è, invece, posseduto al 51% dal Dott. Piero Colucci (di seguito anche solo “PC”), al 24,5% dal Dott. Nicola Colucci e al 24,5% dalla Dott.ssa Camilla Colucci, il tutto come meglio rappresentato di seguito:



Figura 1: Pertecipogramma del Gruppo



L'asset prevalente di GL - a decorrere dal 16 dicembre 2019 - è rappresentato dalla partecipazione del 70% al capitale sociale di Ecosavona S.r.l.¹ (di seguito anche solo "ES" o "Ecosavona" o la "partecipata"), attiva nel settore del trattamento, recupero e smaltimento di rifiuti urbani e industriali non pericolosi, in quanto titolare della prescritta autorizzazione e del diritto di superficie oneroso riconosciuto dal Comune di Vado Ligure sull'area che ospita la discarica del Boscaccio (di seguito anche solo "Discarica Boscaccio" o "Discarica del Boscaccio" o "impianto del Boscaccio").

In particolare, la partecipata "opera nel settore dei rifiuti urbani ed assimilati e dei rifiuti speciali. La sua competenza copre le diverse fasi di raccolta, trasporto e/o autotrasporto, stoccaggio, smaltimento e/o recupero dei rifiuti, svolgendo le seguenti attività: a) ricerca ed acquisizione di aree idonee (discariche controllate e supercontrollate); b) ricerca e studio di processi e tecnologie, atti al trattamento differenziato dei rifiuti ed al recupero dei sottoprodotti; c) raccolta, trasporto e/o autotrasporto dei rifiuti alle discariche o impianti di trattamento; d) caratterizzazione dei rifiuti mediante appropriate analisi; e) raccolta ed elaborazione dei dati statistici riguardanti la tipologia e l'entità dei rifiuti; f) progettazione e realizzazione di impianti di riciclaggio, recupero, trattamento e smaltimento rifiuti in genere; g) recupero e riciclaggio di tutti i materiali possibili; h) recupero ambientale delle aree utilizzate come discarica secondo gli usi consentiti dalla normativa in atto; i) gestione impianti di trattamento, riciclaggio e smaltimento di rifiuti solidi e liquidi, anche di proprietà di terzi;

¹ Società con sede legale in Savona, via Paleocapa n. 6/7, C.F. e P. IVA 00860280098. Data di costituzione: 27.06.1986.

i-bis) gestione di impianti di recupero gas di discarica destinati alla produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile, anche di proprietà di terzi; l) commercializzazione dei servizi offerti, nonché di tutti i sottoprodotti propri o di terzi; m) bonifica e decontaminazione di aree inquinate e corsi d'acqua; n) utilizzazione e sfruttamento del biogas prodotto dal processo di fermentazione dei rifiuti; o) ogni altro servizio di applicazione specializzata nelle attività sopraelencate. Per il raggiungimento dello scopo sociale, la società potrà compiere – ma non come oggetto prevalente e non nei confronti del pubblico – operazioni mobiliari, immobiliari e finanziarie di qualsiasi specie, compreso il rilascio di garanzie reali e personali a favore proprio o di terzi, se nell'interesse sociale, nonché assumere partecipazioni e cointeressenze in altre società od enti, consorzi, ecc. aventi scopo analogo, affine o connesso al proprio. Sono comunque escluse dall'oggetto sociale le attività riservate agli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del decreto legislativo 1 settembre 1993 n. 385, quelle riservate alle società di intermediazione mobiliare di cui al d.lgs 24 febbraio 1998 n. 58 e quelle di mediazione di cui alla legge 3 febbraio 1989 n. 1815 e loro modifiche, integrazioni e sostituzioni e comunque tutte le attività che per legge sono riservate a soggetti muniti di particolari requisiti non posseduti dalla società”.

Il capitale sociale di ES (euro 46.800) risulta totalmente deliberato e sottoscritto ed è detenuto per il 70% (euro 32.760) da Green LuxCo Capital S.A., per il 25% (euro 11.700) da S.A.T. Servizi Ambientali Territoriali S.p.A. e per il restante 5% (euro 2.340) dal Comune di Savona.

Ai fini che qui ci occupano, si precisa quanto segue:

- Ecosavona esercita la propria attività presso la Discarica del Boscaccio in forza dell'Autorizzazione Integrata (AIA) del 20.12.2012;
- il termine originario di gestione era fissato sino al 20.12.2020. A seguito di un complesso *iter* autorizzativo e degli eventi che hanno interessato la Regione Liguria con la necessità di una gestione emergenziale dei rifiuti (*i.e.* il crollo del viadotto Polcevera), con Decreto del Presidente della Provincia di Savona n. 97 del 15.6.2020 è stata autorizzata la sottoscrizione di un accordo tra Ecosavona e la Provincia di Savona in virtù del quale “Ecosavona [...] si impegna a promuovere un project financing, entro l'anno 2021, al fine di fronteggiare l'emergenza conseguente alla modificata pianificazione regionale, a fronte dell'impegno della Provincia di Savona a contrattualizzare la gestione del servizio sino al 31.12.2026 ove ne ricorrano i presupposti di legge, ovvero l'ottenimento del PAUR Regionale” [enfasi aggiunta dallo scrivente];
- in particolare, nelle more delle interlocuzioni inerenti all'ottenimento della proroga del termine di gestione della discarica, Ecosavona ha presentato alla Regione Liguria un progetto di ampliamento dell'impianto del Boscaccio, che prevede la realizzazione di un nuovo invaso ai piedi della discarica esistente.

In particolare, il progetto è suddiviso in tre fasi:

- o **Fase 1:** ampliamento a valle dell'attuale discarica, con sviluppo del fondo vasca da quota 44,65 m s.l.m. a 50 m s.l.m. La volumetria per rifiuti, comprensiva di coperture giornaliere e provvisorie, è di circa 899 500 m³;
- o **Fase 2:** ampliamento in continuità con l'attuale discarica e l'ampliamento di prima fase, con sviluppo del fondo vasca da quota 80,00 m s.l.m. (lato di valle, verso il primo ampliamento) sino a 114,74 m s.l.m. verso monte. La volumetria per rifiuti, comprensiva di coperture giornaliere e provvisorie, è di circa 1 966 700 m³;



- **Fase ampliamento emergenziale:** oltre alle altre due fasi sopra descritte è stata proposta una soluzione “ponte” di ampliamento di monte che consentirà di incrementare la vita utile della discarica attualmente autorizzata fino ad operatività del primo sublotto della Fase 1 dell’ampliamento di valle (nuovo invasivo). Il volume netto per rifiuti di tale ampliamento risulta pari a circa 151.415 mc, mentre il volume lordo comprese coperture giornaliere e materiali d’ingegneria ammonta a 176.064 mc. [...].

Il progetto comprende inoltre il *revamping* dell’impianto TMB (Trattamento meccanico-biologico) e alcune opere accessorie, tra le quali la viabilità di accesso e la reinalveazione del Rio Mulini,

- a seguito di presentazione di istanza da parte di ES per il rilascio del Provvedimento autorizzativo unico Regionale (PAUR) del progetto, in data 16.03.2023 è stato emesso il Decreto del Dirigente n. 1766 recante il PAUR n. 436 (di seguito anche solo “PAUR 436”) relativo al progetto di “*Ampliamento a valle (fase 1+2) della discarica per rifiuti non pericolosi e revamping dell’impianto TMB presso il polo impiantistico in località Boscaccio nel Comune di Vado Ligure (SV)*”. Dal PAUR 436 emerge che l’autorizzazione è stata rilasciata per la Fase 1 e per la Fase di ampliamento emergenziale, laddove la Fase 2 sarà oggetto di diverso provvedimento;
- il medesimo documento PAUR 436 conferma, richiamando precedenti provvedimenti, che “***l’AIA deve ricadere fino al 31.12.2026 in capo alla ditta Ecosavona, in qualità di gestore in base agli atti concessori, dopodiché dovrà ricadere, salvo proroghe, in capo a Provincia di Savona che provvederà alla voltura della stessa AIA al soggetto individuato mediante gara ad evidenza pubblica, il quale dovrà gestire quanto previsto dal project financing di iniziativa privata che verrà predisposto dall’attuale gestore entro il 28.02.2023 (che riguarderà la porzione residuale dei rifiuti da gestire previsti nella fase 1 del progetto approvato e i rifiuti previsti per la fase 2); la quota parte di tariffa destinata a sostenere i costi per la gestione successiva alla chiusura della intera discarica riconosciuta e accantonata fino al 2026 dovrà essere trasferita dall’attuale gestore Ecosavona al nuovo soggetto gestore, qualora differente. Anche la disponibilità degli impianti, di proprietà pubblica, per la ditta Ecosavona S.r.l. terminerà e gli stessi saranno messi a disposizione del nuovo gestore affidatario a partire dal 2027; detti impianti dovranno permanere in perfetto stato manutentivo e di funzionamento; la sussistenza dell’AIA è subordinata alla contestuale sussistenza del titolo di possesso atto a consentire l’utilizzo del sedime in cui ricade la discarica, nonché al completamento della eventuale procedura espropriativa per i mappali interessati dalla stessa oggetto di ampliamento. Dal 2027 anche la disponibilità dei terreni privati in cui insiste tutto il complesso IPPC (anche le aree acquisite dall’attuale gestore ricadenti nel sedime del progetto sia della discarica vecchia - il completamento dell’ammortamento dell’investimento per il lotto di riferimento è connesso alla cessazione conferimenti rifiuti del lotto di riferimento stesso - sia nuova) dovrà ricadere nella disponibilità dell’eventuale nuovo soggetto gestore per il tramite della parte pubblica (le aree comunali da rendere disponibili all’eventuale nuovo gestore verranno gestite con le modalità da definirsi), senza oneri per la parte pubblica stessa. **A tal scopo, per la parte nuova, dal 2027 dovranno prevedersi modalità operative anche coinvolgendo il soggetto «cedente» (attuale gestore) e il soggetto*****”

«subentrante» e gli importi in gioco saranno costituiti dai residui rispetto a quanto sostenuto dal soggetto cedente (somme già versate dal cedente da PEF importo pari a € 1.300.000) detratte dalle somme già introitate (mediante tariffa) dallo stesso nel corso della gestione fino al 2026). Nel caso di finanziamento attivato dal gestore cedente per coprire i costi di acquisto delle aree, il subentrante dal 2027 potrà farsi carico degli oneri residui del finanziamento già in essere; nella fase transitoria, per la discarica attualmente in coltivazione, fino alla coltivazione della porzione di discarica oggetto dell'ampliamento emergenziale di monte, debbano essere rispettate le prescrizioni di cui al PD 8031/2012 e ss.mm.ii» [enfasi aggiunte dallo scrivente].

In altri termini, le autorizzazioni rilasciate con PAUR 436 ricadono in capo a ES fino al 31.12.2026. In seguito a tale data, salvo proroghe, la Provincia di Savona dovrà provvedere alla voltura delle autorizzazioni al soggetto vincitore di gara a evidenza pubblica, il quale gestirà quanto previsto dal progetto approvato.

In base all'accordo stipulato con la Provincia di Savona, ES doveva presentare un *project financing* per lo sviluppo del polo impiantistico del Boscaccio entro il 28.02.2023. In data 27.02.2023 ES, però, ha presentato istanza alla Provincia di Savona richiedendo: i) una proroga sino alla fine del 2023 dei termini per la presentazione del *project financing*; ii) una proroga al 31.12.2028 della gestione del servizio. Con comunicazione del 10.03.2023, la Provincia di Savona ha concesso la proroga per la presentazione del *project financing* sino alla fine del 2023, ma in merito alla gestione del servizio ha precisato che “*la contrattualizzazione della gestione risulta condizionata al rilascio del PAUR da parte di Regione Liguria. Per tale ragione l'Ente, pur non ravvisando impedimenti al riguardo, si riserva ogni migliore determinazione al momento del verificarsi della sopra richiamata condizione*”.

Con comunicazione del 29.12.2023, a seguito di richiesta da parte di Ecosavona, il termine per la presentazione del *project financing* è stato prorogato sino al 30.04.2024; di converso, pur essendo intervenuto il PAUR 436, il termine di gestione del servizio allo stato non risulta ancora prorogato sino al 31.12.2028.

Alla luce di quanto precede, nella stima del valore della quota del 70% della partecipazione al capitale sociale di Ecosavona occorre tener conto del fatto che, allo stato attuale dell'*iter* autorizzativo, la gestione del servizio da parte di Ecosavona è prevista sino al 31.12.2026; infatti, in seguito a tale data, salvo proroghe, la Provincia di Savona dovrà provvedere alla voltura delle autorizzazioni al soggetto che si aggiudicherà la gara che sarà indetta per la prosecuzione dell'attività.

Considerata la finalità della stima, prudenzialmente, la valutazione non terrà conto della possibilità che la Società si possa aggiudicare la predetta gara.

Tuttavia, poiché la Società ha previsto tale evenienza e a tal proposito ha redatto un Piano Economico, Finanziario e Patrimoniale con durata fino al 2044, lo scrivente ha effettuato anche una valutazione di Ecosavona in tale ipotesi.

Si rappresenta, inoltre, che la Società ha precisato che a seguito dell'interruzione del servizio, Ecosavona, in quanto proprietaria di parte del sedime su cui insiste la parte della Discarica Boscaccio oggetto di ampliamento, avrà diritto a ricevere dal soggetto subentrante un importo pari (i) al valore residuo al netto degli ammortamenti degli investimenti realizzati, ivi compresi i terreni sui quali insisterà la nuova discarica e (ii) al valore di avviamento

rappresentativo di quanto sviluppato fino al 2026 (dal 1992) da Ecosavona (l'avviamento è stato stimato da Sinloc avuto riguardo al valore dell'autorizzazione per la gestione della discarica e relativi ampliamenti di Fase 2). Le componenti di cui al punto *sub i*) e *sub ii*) (di seguito anche solo congiuntamente "Indennizzo") sono state determinate da Sinloc S.p.A. (di seguito anche solo "Sinloc" o il "Perito"), come dettagliato di seguito (cfr. le voci Avviamento e prezzo di riscatto):

Figura 2+: Indennizzo da parte del soggetto subentrante in caso di interruzione al 31.12.2026

Componenti riconosciute	Importi da stima Sinloc
AVVIAMENTO	30.000
PREZZO RISCATTO CHIUSURA	42.685
Totale	72.685



3. IPOTESI E LIMITAZIONI

La Perizia deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- 1) lo scrivente ha assunto come veritieri e ragionevolmente realizzabili tutte le informazioni (attuali e prospettiche) e gli altri dati forniti dal *management* di GL e di Ecosavona, senza sottoporli a verifica indipendente;
- 2) lo scrivente non ha effettuato alcuna indagine o valutazione indipendente sul contenuto di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni e non ha fornito né ottenuto alcun parere specialistico di natura, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, legale, contabile, attuariale, ambientale, informatico o fiscale; di conseguenza il presente documento non tiene conto delle possibili implicazioni che avrebbe potuto comportare uno qualunque dei citati tipi di analisi.

In altri termini, tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state fornite dalla Società. Lo scrivente, non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;

- 3) i bilanci di Ecosavona sono sottoposti a procedura di revisione legale da parte di EY S.p.A., la quale ha rilasciato giudizi senza rilievi;
- 4) allo scrivente non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico della Società;
- 5) è stato assunto che siano state messe a disposizione di chi scrive tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere la Perizia e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza dello scrivente che avrebbero reso le informazioni fornite per il rilascio della Perizia non accurate o fuorvianti;
- 6) la stima è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nella Perizia può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento di GL e di Ecosavona. Eventi che si verificano successivamente alla data odierna o comunque non portati a conoscenza dello scrivente potrebbero influire sulla Perizia e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;



- 7) la Società ha comunicato, documentandolo, che la gestione della Discarica del Boscaccio da parte di Ecosavona giungerà a scadenza nel 2026 e che è in corso la valutazione circa la possibilità di prorogare tale termine sino al 2028.

Al termine dell'attività, Ecosavona potrà partecipare alla gara che verrà bandita dalla Regione Liguria con il conseguente rischio di mancata aggiudicazione della concessione. Alla luce dell'aleatorietà di tali eventi, ai fini della Perizia, la valutazione è stata effettuata prudenzialmente prevedendo l'interruzione dell'attività nel 2026;

- 8) la Società ritiene altamente probabile che in futuro risulterà aggiudicataria della gara che potrà essere bandita dalla Regione Liguria. Infatti, ha fornito allo scrivente un Piano Economico Finanziario sviluppato sino al 2044.

In tale prospettiva, per completezza di indagine, lo scrivente ha effettuato la valutazione anche in tale ipotesi;

- 9) la Società ha comunicato che, in caso di interruzione dell'attività, Ecosavona avrà diritto a ricevere dal soggetto subentrante un importo pari (i) al valore residuo al netto degli ammortamenti dei cespiti realizzati, ivi compresi i terreni sui quali insisterà la nuova discarica (*i.e.* prezzo di riscatto) e (ii) al valore di avviamento rappresentativo di quanto sviluppato fino al 2026 (dal 1992) da Ecosavona (*i.e.* avviamento). Le componenti di cui ai punti *sub i)* e *sub ii)* sono state determinate da Sinloc.

Si tratta di elementi di natura negoziale che si assumono come "dati" ai fini della Perizia;

- 10) la gestione della discarica comporta a carico del gestore l'impegno ad accantonare contabilmente durante la vita operativa della discarica stessa due tipi di fondi: i) i fondi di chiusura (o *capping* definitivo); ii) i fondi c.d. *post mortem*. Ecosavona ha appostato contabilmente tali fondi e il Piano previsionale ne contempla i futuri accantonamenti. Ai fini della Perizia, si tiene conto dell'impatto di tali fondi nell'ambito dei flussi economici prospettici considerati nella valutazione (EBIT) per il periodo 31.12.2023²-2026.

Nel 2027 si assume che ES potrà ricevere un Indennizzo dal nuovo aggiudicatario, che, come indicato in precedenza, è stato stimato da Sinloc. Ai fini della Perizia si assume altresì che tale stima tenga conto degli eventuali rischi connessi ai citati fondi al termine dell'attività.

Peraltro, è stato rappresentato dalla Società che i "fondi di chiusura" sono relativi alla totalità della discarica ed avranno manifestazione finanziaria in relazione alla chiusura dei singoli lotti, il che implica che, in caso di interruzione preventiva, il gestore sarà chiamato a rispondere esclusivamente della quota corrispondente ai fondi maturati dall'avvio delle attività di gestione fino al momento di interruzione. Per quanto concerne i fondi *post mortem*, in base al nuovo regolamento regionale, i corrispondenti costi dovranno essere accantonati su un conto corrente dedicato, intestato alla regione Liguria, la quale potrà così avere evidenza dell'effettivo accantonamento, non solo patrimoniale ma anche finanziario, dei fondi necessari a procedere alla gestione *post mortem*.

² Per la quota parte relativa al periodo 30.09.2023 - 31.12.2023.



Attualmente, la società Ecosavona ha accantonato tutti i fondi necessari a procedere alla chiusura e alla gestione *post mortem* della discarica attualmente in gestione. Di tali fondi, solo una frazione verrà effettivamente spesa, in quanto, stante la prosecuzione dell'attività in continuità, tutti i costi di "gestione *post mortem*" del vecchio sito di discarica verranno inglobati dalla gestione continuativa del nuovo sito, in tutto e per tutto contiguo al precedente (in altri termini, il personale chiamato a presidiare il sito è esattamente il personale operativo di Ecosavona, così come i costi di manutenzione, trattandosi dei medesimi impianti tecnologici, sono già ricompresi fra i costi di gestione correnti di Ecosavona). I costi di chiusura verranno invece in parte spesi dal gestore attuale (Ecosavona) per garantire la effettiva chiusura del precedente sito di smaltimento;

- 11) la correttezza e completezza dei dati e delle informazioni forniti è stata confermata allo scrivente con una *management letter* rilasciata dalla Società. Resta ferma, pertanto, la responsabilità del *management* della procedura circa le informazioni fornite e circa la correttezza del contenuto della *management letter*;
- 12) sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri della Società;
- 13) le conclusioni esposte nella Perizia sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

Tanto premesso, nel prosieguo si procederà ai seguenti adempimenti:

- a. breve presentazione della Società;
- b. analisi delle principali metodologie di stima del capitale economico delle aziende e scelta della metodologia valutativa;
- c. stima del valore economico della società nei due scenari indicati;
- d. conclusioni.



4. METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE E SCELTA DELLE METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA

4.1. Le metodologie di stima del capitale economico

Il valore economico di un'azienda è una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa.

Molteplici sono le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda. Non esiste infatti un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri³.

La scelta della o delle metodologie da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda, in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i citati requisiti e che di conseguenza possa essere, in via astratta, considerato il metodo ottimo, dipende in buona sostanza dalla finalità che la medesima valutazione si pone, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni a disposizione e, infine, dalla situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti criteri, si suddividono in "diretti" e "indiretti".

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato⁴; i metodi indiretti, invece, fondano la valutazione del capitale economico d'impresa su grandezze puramente "contabili"; si distinguono in tre classi:

- metodi basati su grandezze flusso;
- metodi basati su grandezze *stock*;
- metodi basati su grandezze flusso-*stock* (c.d. metodi misti).

³ Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare:

- razionalità: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- obiettività: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili;
- generalità: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione. Secondo alcuni autori, il metodo dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della stabilità, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo.

⁴ In particolare, si distinguono:

- metodi diretti in senso stretto, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato per quella stessa azienda (se quotata), ovvero sulla base dei prezzi fatti in operazioni straordinarie che abbiano coinvolto imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, all'azienda oggetto di stima;
- metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza contabile, espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

Le metodologie basate su grandezze flusso si distinguono comunemente in metodi reddituali e metodi finanziari.

I metodi reddituali muovono dal presupposto che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa sarà in grado di produrre e, dunque, il capitale economico viene stimato quale valore attuale dei redditi medi attesi "normalizzati", siano essi "medi" o puntuali, a seconda che si tratti, rispettivamente, di un metodo reddituale puro (che assume la perpetuità dei flussi) o di un metodo reddituale complesso.

I metodi finanziari determinano il valore del capitale economico come attualizzazione dei flussi monetari prospettici dell'azienda (*c.d. Discounted Cash Flow Analysis - DCF*).

I metodi basati su grandezze *stock* sono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda. Nella valutazione con metodi patrimoniali non si tiene affatto conto della redditività prospettica del capitale. Implicito presupposto del metodo patrimoniale è che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali, sia il valore del patrimonio netto rettificato, ivi includendo, ove necessario, il valore economico degli *intangible asset*.

4.2. La scelta della metodologia valutativa utilizzata per Green LuxCo SA

Molteplici sono, come si è avuto modo di precisare, le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda/ramo d'azienda; pertanto, la scelta della o delle metodologie da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda o, in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i tre noti requisiti di razionalità, obiettività ed equità e che di conseguenza possa essere, in via astratta, considerato il metodo ottimo, dipende in buona sostanza dalla finalità che la medesima valutazione si pone, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni a disposizione e, infine, dalla situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

Nel caso che qui ci occupa, tenuto conto delle caratteristiche della società valutanda e, in particolare, del fatto che si tratta di una *holding* pura di partecipazioni priva di una propria attività di produzione o di scambio di beni, si ritiene opportuno procedere alla stima mediante l'impiego del metodo patrimoniale puro, in virtù del quale il valore del capitale economico di un'azienda è pari a quello del patrimonio netto rettificato (K').

In formula:

$$W = K'$$

Al fine di stimare il valore del patrimonio netto rettificato K' occorre compiere le seguenti operazioni:



- 1) individuare gli elementi attivi e passivi suscettibili di valutazione;
- 2) revisionare gli elementi individuati;
- 3) calcolare il valore corrente e determinare le rettifiche;
- 4) stimare il patrimonio netto rettificato.

In definitiva, il patrimonio netto rettificato viene determinato nel modo seguente:

Tabella 1: Modalità di determinazione del Patrimonio Netto Rettificato

PN CONTABILE
+ RETTIFICHE POSITIVE
- RETTIFICHE NEGATIVE
= PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K')

In alternativa, il patrimonio netto rettificato può essere stimato come differenza tra l'attivo e il passivo dello Stato Patrimoniale riespresso a valori correnti.

5. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DI GREEN LUXCO SA CAPITAL

Come premesso, l'*asset* di riferimento di Green Luxco SA è rappresentato dalla partecipazione del 70% al capitale sociale di Ecosavona S.r.l.

Pertanto, il valore di GL è strettamente dipendente dal valore economico di Ecosavona S.r.l., attuale gestore del servizio rifiuti della Discarica Boscaccio. Come noto, alla data del 31.12.2026 il servizio terminerà e la Regione Liguria potrà bandire un nuovo contratto di affidamento.

Considerata la finalità della stima, prudenzialmente, la Perizia non tiene conto della possibilità che la Società si aggiudichi il nuovo contratto di affidamento.

Tuttavia, poiché la Società ha previsto tale possibilità e ha redatto un PEF con durata fino al 2044, lo scrivente ha effettuato anche una valutazione di Ecosavona in tale ipotesi.

Tutto ciò premesso, nel prosieguo si procederà alla descrizione degli *asset* attivi e passivi di GL e successivamente alla espressione delle voci contabili a valori correnti negli scenari sopra prospettati.

5.1. Descrizione della situazione patrimoniale di Green LuxCo SA Capital al 31.12.2022

Alla data del 31.12.2022, GL presenta la seguente situazione patrimoniale:

Tabella 2: La situazione patrimoniale di Green LuxCo SA al 30.09.2023

STATO PATRIMONIALE	VALORE CONTABILE AL 30.09.2023
ATTIVO	
CREDITI VS SOCI PER VERS ANCORA DOVUTI	
Crediti Vs Soci Per Vers Ancora Dovuti	
IMMOBILIZZAZIONI	
Immobilizzazioni immateriali	9.379,58
Immobilizzazioni materiali	-
Immobilizzazioni finanziarie	6.400.000
Totale Immobilizzazioni	6.409.380
ATTIVO CIRCOLANTE	
Rimanenze	-
Crediti	17.668
Attività fin.rie che non costituiscono imm.ni	-
Disponibilità liquide	-
Totale AC	17.668
Ratei e risconti attivi	-
TOTALE ATTIVO	6.427.047
PASSIVO	
PATRIMONIO NETTO	2.408.157
FONDI PER RISCHI E ONERI	-
TFR	-
DEBITI	4.018.890
RATEI E RISCONTI PASSIVI	-
TOTALE PASSIVO	6.427.047



In particolare, le voci contabili sono così composte:

- **Immobilizzazioni:** la voce è allibrata nella situazione patrimoniale al 30.09.2023 per un totale di euro 6.409.380 e attiene, per euro 9.379 a “Costi di impianto e di ampliamento” al netto dei fondi ammortamento, laddove l’importo di euro 6.400.000 si riferisce alla partecipazione del 70% al capitale sociale di Ecosavona;
- **Altri crediti:** la voce, pari a euro 17.668, si riferisce per euro 4.815 ad acconti d’imposta e per la parte rimanente a crediti verso la parte correlata Sostenya Group ltd, utilizzabili per i fabbisogni della gestione aziendale. Nella sostanza il credito è una sorta di conto “cassa”;

- **Debiti:** la voce si riferisce prevalentemente a debiti nei confronti di Ecosavona. In particolare, la partecipata ha erogato due finanziamenti a medio-lungo termine a favore di Green LuxCo Capital SA, rispettivamente per euro 637.500 il 16.09.2020 e per euro 3.000.000 il 14.07.2021. Il tutto per un totale di euro 3.637.500. Inoltre, sulla sorte capitale maturano interessi legali a un tasso del 2,25% annuo: il relativo valore nella situazione patrimoniale al 30.9.2023 è pari a euro 200.854,41.

5.2. Il valore corrente del Patrimonio Netto di Green LuxCo SA Capital

Il valore del Patrimonio Netto Rettificato (K') della Società è stato determinato partendo dai dati contabili disponibili alla data del 30.09.2023.

In particolare, le uniche voci oggetto di rettifica ai fini dell'individuazione del K' di GL riguardano:

- 1) le spese di costituzione (incluse nella macrovoce "Immobilizzazioni immateriali");
- 2) i debiti;
- 3) il valore della partecipazione nel capitale sociale di Ecosavona (incluso nella macrovoce "Immobilizzazioni finanziarie"), come dettagliato nei sottoparagrafi di seguito riportati.

Per le altre voci, è stato assunto che il valore contabile fosse pari al valore corrente.

5.2.1. Il valore corrente della voce "Spese di costituzione"

Le spese di costituzione, incluse nella macrovoce Immobilizzazioni Immateriali, sono prive di un autonomo valore di realizzo e sono connotate dal requisito dell'irripetibilità; in tale prospettiva, ai fini dell'individuazione del relativo valore corrente, è stata apportata una rettifica negativa integrale di euro 9.379,58.

5.2.2. Il valore corrente della voce "Debiti"

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, GL presenta al 30.09.2023 debiti per complessivi euro 4.018.890, prevalentemente nei confronti della partecipata Ecosavona per finanziamenti da questa ricevuti (euro 3,9 milioni).

Al contempo, Ecosavona, oltre a presentare tali crediti verso GL, espone nella propria situazione patrimoniale al 30.09.2023 debiti verso GL per euro 1.917.860 per dividendi deliberati ma non ancora liquidati. Tale posizione non compare nella situazione patrimoniale di GL.

Ai fini della definizione del patrimonio netto rettificato di GL occorre apportare una rettifica negativa di euro 1.917.860 al valore contabile dei debiti, assumendo la compensazione tra partite creditorie e debitorie.

In tale prospettiva, il valore corrente dei debiti di GL al 30.09.2023 è pari a euro 2.101.030,15 (euro 4.018.890 – euro 1.917.860).



5.2.3. Il valore corrente della Partecipazione al capitale sociale di Ecosavona

La partecipazione del 70% al capitale sociale di Ecosavona è iscritta nella situazione patrimoniale di GL al 30.09.2023 per euro 6.400.000.

Ai fini dell'individuazione del relativo valore corrente, si è reso necessario procedere alla determinazione del valore economico della partecipata.

5.2.2.1. Descrizione della situazione patrimoniale di Ecosavona al 30.09.2023

Ecosavona alla data del 30.09.2023 presenta la seguente situazione patrimoniale:

Tabella 3: La situazione patrimoniale di Ecosavona al 30.09.2023

STATO PATRIMONIALE	VALORE CONTABILE AL 30.09.2023
ATTIVO	
CREDITI VS SOCI PER VERS ANCORA DOVUTI	
CREDITI VS SOCI PER VERS ANCORA DOVUTI	
IMMOBILIZZAZIONI	
Immobilizzazioni immateriali	14.587
Immobilizzazioni materiali	21.172.556
Immobilizzazioni finanziarie	3.940.470
Totale Immobilizzazioni	25.127.612
ATTIVO CIRCOLANTE	
Rimanenze	-
Crediti	14.896.358
Attività fin.rie che non costituiscono imm.ni	-
Disponibilità liquide	1.348.178
Totale AC	16.244.536
Ratei e risconti attivi	918.151
TOTALE ATTIVO	42.290.300
PASSIVO	
PATRIMONIO NETTO	6.750.526
FONDI PER RISCHI E ONERI	24.369.657

STATO PATRIMONIALE	VALORE CONTABILE AL 30.09.2023
TFR	464.600
DEBITI	10.430.223
RATEI E RISCONTI PASSIVI	275.294
TOTALE PASSIVO	42.290.300

In particolare, come emerge dalla situazione patrimoniale al 30.09.2023, le voci contabili prevalenti sono composte come di seguito descritto.

Immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali, pari al 30.09.2023 a euro 14.587, risultano così composte:

Tabella 4: Immobilizzazioni immateriale di Ecosavona al 30.09.2023

Immobilizzazioni immateriali	30.09.2023
Costi impianto ed ampliamento	-
Costi impianti ed ampliament.	3.467
Fdo amnto costi impianti ed ampliament	-3.467
Diritti brevetto/opere ingegno	4.165
Diritti brevetto/opere ingegno	25.212
Fdo amnto diritti brevetto/opere ingegno	-21.047
Concess, licenze, marchi e dir simili	595
<i>Concessioni/ licenze/ marchi</i>	<i>621</i>
<i>Fdo amnto concessioni/ licenze/ marchi</i>	<i>-26</i>
Altre	9.827
<i>Software</i>	<i>34.821</i>
<i>Fdo amnto software</i>	<i>-33.170</i>
<i>Oneri plur. altri</i>	<i>38.282</i>
<i>Fdo amnto oneri plur. altri</i>	<i>-30.106</i>
Totale immobilizzazioni immateriali	14.587

Immobilizzazioni materiali

Le immobilizzazioni materiali, per complessivi euro 21.172.556, si riferiscono ai beni mobili e immobili di proprietà della Società, ivi inclusi i terreni dove sorge la Discarica Boscaccio e quelli acquisiti per l'ampliamento della stessa. Sono compresi nella voce, gli

investimenti eseguiti sui fabbricati, in impianti e macchinari nonché tutti i lavori eseguiti e oneri per la realizzazione della discarica e del relativo ampliamento in corso.

In dettaglio:

Tabella 5: Immobilizzazioni materiali di Ecosavona al 30.09.2023

Immobilizzazioni materiali	30.09.2023
1) terreni e fabbricati	3.019.176
<i>Costruzioni leggere</i>	284.922
<i>Fdo ammtto costruzioni leggere</i>	-250.874
<i>Fabbricati</i>	1.637.909
<i>Fdo ammtto fabbricati</i>	-447.618
<i>Terreni</i>	1.454.837
<i>Fabbricati Civili</i>	340.000
2) impianti e macchinario	3.662.236
<i>Impianti e macchinari</i>	18.004.996
<i>Fdo ammtto impianti e macchinari</i>	-14.342.761
3) attrezzature ind e commerciali	77.954
<i>Attrezzatura industr.e commer.</i>	533.671
<i>Fdo ammtto attrezzature</i>	-455.717
4) altri beni	1.491.117
<i>Discariche beni gratuitam. Devolvibili</i>	18.941.100
<i>Fdo ammtto discariche beni gratuit. dev.</i>	-17.755.726
<i>Autovetture</i>	150.426
<i>Fdo ammtto autovetture</i>	-55.258
<i>Computer/ macch. elettr. < 516€</i>	2.335
<i>Computer/ macchine elettron.</i>	125.685
<i>Fdo ammtto computer/ macch. elettr.</i>	-91.426
<i>Mobili & arredi.</i>	101.173
<i>Fdo ammtto mobili & arredi</i>	-87.951
<i>Veicoli</i>	576.583
<i>Fdo ammtto veicoli</i>	-544.222
<i>Fdo ammtto computer/ macch. <516€</i>	-1.454
<i>Fabbricati Coogenerazione Devolvibili</i>	920.132
<i>Fdo Ammtto Fabbr. Coogen. De.</i>	-794.335
<i>Fabbricati Devolvibili</i>	76.808
<i>Fdo Ammtto Fabbricari Devolv.</i>	-72.753
5) immobilizzazioni in corso e acconti.	12.922.073
<i>Lavori in corso ampliamento fase emergenziale</i>	7.870.398
<i>Lavori In Corso beni gratuit. Devolv.</i>	51.675
<i>Lavori in corso nuovo ampliamento</i>	5.000.000
Totale immobilizzazioni materiali	21.172.556



La voce accoglie al 30.09.2023, rispetto al bilancio al 31.12.2022, il valore contabile dei nuovi uffici di Vado Ligure (euro 570 mila circa), dei nuovi compattatori e dei macchinari

(circa euro 460 mila) e di alcuni *computer*, mobili e arredi (euro 39 mila circa), nonché i lavori in corso sulla discarica. La posta riflette gli stati di avanzamento dei lavori per realizzazione dell'ampliamento della discarica per la fase "emergenziale" e i lavori iniziali per la realizzazione dell'ampliamento a seguito della nuova autorizzazione ricevuta dagli Enti preposti.

Immobilizzazioni finanziarie

Le immobilizzazioni finanziarie, iscritte nella situazione patrimoniale al 30.09.2023 per un importo di euro 3.940.470, si riferiscono prevalentemente al credito verso la controllante GL per i due finanziamenti a questi concessi nel 2020 e nel 2021, come descritto in precedenza.

Di seguito si riporta il dettaglio della voce:

Tabella 6: Composizione della voce Immobilizzazioni finanziarie di Ecosavona al 30.09.2023

Immobilizzazioni finanziarie	30.09.2023
Crediti vs Green Luxco per Finanziamenti	3.637.500
Crediti vs Green Up	276.095
Fondo attualizzazione Green Up S.p.A.	-85.020
Depositi cauzionali	100.927
Deposito cauzionale affitto	10.000
Depositi cauz.c/o vari	967,77
Totale immobilizzazioni finanziarie	3.940.470

I crediti verso la controllante Green LuxCo, invariati rispetto al 31.12.2022, si riferiscono a finanziamenti fruttiferi erogati dalla società, rispettivamente per euro 637.500 il 16.09.2020 e per euro 3.000.000 il 14.07.2021. Il tutto per un totale di euro 3.637.500. Inoltre, sulla sorte capitale maturano interessi legali a un tasso del 2,25% annuo: il relativo valore nella situazione patrimoniale al 30.09.2023 è pari a euro 200.854,41 ed classificato nella voce Crediti verso controllanti, come descritto in seguito.

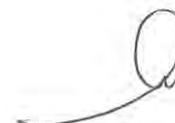
I crediti verso la correlata Green Up S.p.A. (che a partire dal 1.07.2023 ha modificato la propria denominazione sociale in Haiki Mines S.p.A.) società controllata da Innovatec S.p.A., e già presenti nel bilancio 2022, sono crediti esigibili al 2028 infruttiferi di interessi e riflettono il valore attualizzato del credito alla data del 30.09.2023.

Crediti

I crediti, iscritti nella situazione patrimoniale al 30.09.2023 per euro 14.896.358, si compongono come segue:

Tabella 7: Composizione della voce Crediti di Ecosavona al 30.09.2023

Crediti	30.09.2023
Crediti verso clienti	8.147.089



Crediti	30.09.2023
Crediti verso controllanti	200.686
Crediti tributari	4.209.164
Imposte anticipate	394.320
Crediti verso altri	1.945.098
Totale	14.896.358

In particolare:

- **Crediti verso clienti:** la voce accoglie i crediti derivanti dalle vendite e dalle prestazioni di servizi al netto dei fondi svalutazione appostati dalla Società (prevalentemente a titolo di svalutazione per la parte fiscalmente deducibile dello 0,5%):

Tabella 8: Dettaglio dei Crediti verso clienti di Ecosavona al 30.09.2023

Crediti verso clienti	30.09. 2023
Crediti comm. verso clienti	4.381.625
Fondo rischi su cred.art.71 tuf	-360.114
Fondo svalutaz.crediti ineducibili	-262.109
Effetti all'incasso/ sbf	866
Crediti vs. Green Up S.p.A.	3.316.976
Crediti vs. Innovatec Power Srl	50.000
Crediti vs. Sostenya Green S.r.l.	1.019.845
Totale crediti verso clienti	8.147.089

Inoltre, come si evince dalla tabella, la voce comprende crediti verso le correlate Green Up S.p.A., Innovatec Power S.r.l. e Sostenya Green S.r.l. I crediti verso Green up S.p.A. (oggi Haiki Mines S.p.A.) si riferiscono principalmente all'attività di smaltimento in discarica svolta negli esercizi precedenti e in misura residuale ad attività di *service* amministrativo e tecnico. I crediti verso Sostenya Green S.r.l. si riferiscono anch'essi all'attività di smaltimento in discarica svolta negli esercizi precedenti.

I crediti verso Innovatec Power S.r.l. si riferiscono principalmente a riaddebiti di personale di Ecosavona utilizzato dalla società correlata controllata da Innovatec S.p.A.;

- **Crediti verso controllanti:** si tratta dei crediti finanziari verso GL a titolo di interessi maturati sui finanziamenti in essere, come descritti in precedenza;
- **Crediti tributari:** la voce si riferisce prevalentemente (euro 2,8 milioni) al credito IVA conseguente all'applicazione dello *split payment* sulle fatture attive emesse a carico dei soggetti pubblici clienti della discarica Boscaccio. Inoltre, sono inclusi nella voce: i) crediti Ecobonus 110% (euro 516 mila) acquistati da Innovatec Power S.r.l. che saranno compensati con le imposte da corrispondere all'Erario; ii) crediti d'imposta (euro 268 mila) relativo al

finanziamento agevolato ricevuto dalla società da utilizzare per il pagamento della quota capitale e della quota interessi che matureranno sino al 31.12.2045; iii) crediti IVA su note di credito da emettere (euro 751 mila, invariato rispetto al 31.12.2022) su clienti assoggettati a procedura concorsuale. Tale importo è stato rettificato di euro 231 mila per tener conto dell'effetto dell'attualizzazione, considerato che si tratta di crediti esigibili nel 2028; iv) le imposte anticipate (euro 394 mila) che tengono conto dello stanziamento effettuato al fondo svalutazione crediti in deducibile e a oneri futuri. In dettaglio:

Tabella 9: Dettaglio Crediti tributari di Ecosavona al 30.09.2023

Crediti tributari	30.09.2023
Erario c/cred.imposta	516.797
Crediti per bonus energia	3.026
Erario c/IVA	2.885.177
Crediti Tributari Diversi	2.998
Riten.Acc.to Int. Att. Bancari	373
Credito imposta fin.to agevolato entro	6.402
Rit. acc.0.5% art30 c.5bis DLgs n50/2016	6.002
Credito imposta fin.to agevolato oltre	268.892
Credito per iva da emett.proc.conc.	750.653
Fondo attualizz.cred.iva proc.concors.	-231.155
Crediti x imposte anticipate	394.320,00
Totale crediti tributari	4.603.485

- **Crediti verso altri:** i crediti verso altri attengono prevalentemente ai crediti in parte svalutati) verso Waste Italia Holding S.r.l. relativi al consolidato IVA degli anni precedenti e di crediti a titolo di acconti a fornitori per euro 103.246, come di seguito rappresentato:

Tabella 10: Dettaglio Crediti verso altri di Ecosavona al 30.09.2023

Crediti verso altri	30.09.2023
Crediti vs. Green Up SpA	1.458.387
Crediti Waste Italia Holding S.r.l.	365.974
Anticipi a fornitori	103.246
Altri Crediti	17.491
Totale crediti verso altri	1.945.098

Più nel dettaglio:

- i crediti che la società vanta nei confronti di Green Up S.p.A. per euro 1.458.387 risultano invariati rispetto al 31.12.2022 e attengono principalmente al corrispettivo per cessioni crediti avvenute negli esercizi precedenti;



- i crediti che la società vanta nei confronti di Waste Italia Holding S.r.l. in liquidazione per euro 366 mila - invariati rispetto al 31.12.2022 – verranno pagati da quest’ultima in occasione del rimborso IVA atteso dall’Erario.
- gli anticipi a fornitori comprendono gli acconti versati ai fornitori inerenti alla gestione corrente;
- i crediti altri si riferiscono essenzialmente a crediti verso Innovatec S.p.A. per impegni verso il personale di quest’ultimo trasferito a Ecosavona.

Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide si riferiscono, prevalentemente, ai depositi sui conti correnti bancari e postali alla data del 30.09.2023 come di seguito dettagliati:

Tabella 11: Disponibilità liquide di Ecosavona al 30.09.2023

Disponibilità liquide	30.09.2023
Banca Popolare di Milano 14247	850.463
BPER Banca 47355730	494.896
Cassa contanti	2.239
Cassa Vado Ligure	570,58
CC 2010045127 Oliveri Fausto	9,31
Totale disponibilità liquide	1.348.178



Ratei e risconti attivi

La voce contabile in commento al 30.09.2023 si compone come segue:

Tabella 12: Ratei e risconti attivi di Ecosavona al 30.09.2023

Ratei e risconti attivi	30.09.2023
Risc.att.fideiussioni	775.745
Risconti attivi diversi	141.356
Ratei attivi interessi bancari	1.050
Totale ratei e risconti attivi	918.151

Fondi per rischi e oneri

I fondi per rischi e oneri sono riconducibili per la massima parte ai fondi di chiusura e *post* chiusura della discarica (stimati dalla società con l’ausilio di Desmos Ingegneria Ambiente Energia S.r.l. – di seguito anche solo “Desmos”) e per la restante parte al fondo per imposte differite che è stato stanziato sugli ammortamenti sospesi nel 2020, in dettaglio:

Tabella 13: Fondi per rischi e oneri

Fondi per rischi e oneri	30.09.2023
Fondo imposte differite	476.129
Spese di chius oltre	11.084.048
Spese di post chius oltre	12.809.479
Totale fondi per rischi ed oneri	24.369.657

Trattamento di fine rapporto di lavoro

L'importo del TFR, pari a euro 464.600, copre le spettanze maturate a tutto il 30.09.2023 sulla base della normativa di riferimento. Di seguito si riporta il dettaglio del personale al 31.12.2022:

Tabella 14: Elenco nominativo personale

Matricola	Nominativo
2000070	PERRIA MANUELA
2000071	COPPOLA VITTORIA
2000072	BONOMINI ELENA
2000073	ARTICO ALESSANDRA
2000074	FABBRETTI MILENA
2000078	SUFFIA ELEONORA
2000086	SCARAMELLI NICOLE
2000099	BALLARINO GRETA
3000064	RAIMONDO FLAVIO
3000076	MANCINI GIORGIO
3000088	MAGGIO ROBERTO
1000004	BORDA ANDREA
1000030	MARCHI SIMONE
1000051	QUATTROCIOCCHI ROBERTO
1000091	TRANFAGLIA OMAR
1000094	MICHI FEDERICO
1000002	BARRECA EMANUELE
1000007	CACCIARI LUCA
1000021	FERRANDO MASSIMO
1000025	GUARINO GIANLUCA
1000058	VALLARINO FRANCO
1000065	REBAGLIATI LORENZO
1000084	GIURIA RAFFAELLA
1000090	BRUZZONE FULVIO
1000097	MEDAS RENATO
1000101	LORENZI ALESSIO
1000106	RATTO DIEGO
1000107	RASOIRA DIEGO
1000108	INKOF ROBERTO
1000109	DELLA PIETRA MARCO
1000111	SOLINAS ALESSIO
1000112	CARRARA ALESSIO
2000006	BUONFIGLIO SILVIA
2000043	PIZZORNO FEDERICA
2000083	SCHINCA DANIELE
2000085	VERDINO ANDREA
2000100	PERROZZI ROBERTO
2000103	ALINI OSCAR
2000104	PESCE CLAUDIO
2000105	POGGIO GIOVANNI
2000110	GROSSO VALENTINA
1000035	OLIVERI FULVIO

Matricola	Nominativo
2000075	TAMBUSCIO PAOLA
2000092	DAL MONTE LORENZO

Debiti

I debiti, pari a euro 10.430.223 al 30.09.2023, sono composti come segue:

Tabella 15: Composizione della voce Debiti di Ecosavona al 30.09.2023

Debiti	30.09.2023
Debiti verso banche	224.039
Debiti verso altri finanziatori	17.277
Acconti	1.683
Debiti verso fornitori	6.680.958
Debiti verso controllanti	1.917.860
Debiti tributari	-40.874
Deb v. istituti prev e sicur soc	88.761
Altri debiti	1.540.520
Totale	10.430.223

In particolare:

- **Debiti verso banche:** tale voce è riferibile al finanziamento agevolato al tasso dell'1,95% ottenuto dalla Banca Carige S.p.A. In dettaglio:

Tabella 16: Dettaglio Debiti verso banche al 30.09.2023

Debiti verso banche	30.09.2023
Banca Carige c/c vincolato 30276186 entro l'ex	4.220
Banca Carige c/c vincolato 30276186 oltre l'ex	219.819
Totale debiti verso banche	224.039

- **Debiti verso altri finanziatori:** si riferiscono i) al finanziamento concesso da Banca Santander per la fornitura di un'autovettura nel 2017 e in scadenza nel 2024; ii) ai finanziamenti ottenuti da Caterpillar Financial Corporacion Financera Sa, per la fornitura di mezzi d'opera, rispettivamente in scadenza il 22.10.2023 e il 22.11.2023. In dettaglio:

Tabella 17: Dettaglio debiti verso altri finanziatori di Ecosavona al 30.09.2023

Debiti verso altri finanziatori	30.09.2023
Debiti vs. Banca Santander entro exerc.	2.571
Debiti vs. Caterpillar fin.18027 entro es.	5.374
Debiti vs. Caterpillar fin.18045 entro es.	3.333
Debiti vs. Banca Santander oltre exerc.	5.999
Totale debiti verso altri finanziatori	17.277

- **Debiti verso fornitori:** la voce è riferibile prevalentemente alle forniture per i lavori di manutenzione e ampliamento della discarica, per i servizi di smaltimento, per il trasporto e l'analisi dei rifiuti, per l'acquisto e il noleggio di attrezzature e mezzi d'opera, per la manutenzione ordinaria e straordinaria di impianti e per l'acquisto di materiali e servizi. In dettaglio:

Tabella 18: Composizione della voce Debiti verso fornitori di Ecosavona al 30.09.2023

Debiti verso fornitori	30.09.2023
Debiti v/fornitori	4.950.429
Debiti vs Green Up S.p.A.	1.724.723
Debiti vs. Innovatec S.p.A.	5.806
Totale debiti verso fornitori	6.680.958

I debiti verso Green Up S.p.A. si riferiscono agli stati d'avanzamento della commessa in corso per la realizzazione dell'ampliamento della discarica;

- **Debiti verso controllanti:** la voce, iscritta per un importo di euro 1.917.860, attiene ai debiti verso GL per i dividendi deliberati e ancora da liquidare. La situazione patrimoniale della controllante Green LuxCo non ha iscritto tale posizione nei propri crediti in accordo con i principi contabili lussemburghesi di riferimento;
- **Debiti tributari:** si riferiscono principalmente al debito residuo IRAP, al debito residuo IRES, al debito IRPEF dipendenti e lavoratori autonomi, come dettagliato di seguito:

Tabella 19: Dettaglio Debiti tributari di Ecosavona al 30.09.2023

Debiti tributari	30.09.2023
Erario c/ ritenute cod. 1040	552
Erario c/ ritenute cod. 1001	30.614
Erario c/ ritenute subite	7.140
Erario c/ ritenute cod. 1712	-3.301
Erario c/IRES	940.108
Erario c/acconto IRES	-999.262
Erario c/IRAP	166.416
Erario c/acconto IRAP	-183.141
Totale debiti tributari	-40.874

Taluni conti hanno saldo negativo, in quanto la situazione contabile al 30.09.2023 non contempla le imposte maturate nel periodo, talché gli acconti 2023 versati non sono stati assorbiti contabilmente dalle imposte di periodo in quanto non stimate;

- **Deb v/istituti previdenziali:** la voce attiene principalmente al debito verso INPS e per la parte residua al debito relativo ai fondi di previdenza complementare dei dipendenti, come di seguito dettagliato:

Tabella 20: Dettaglio Debiti vs Istituti di previdenza di Ecosavona al 30.09.2023

Debiti v/ istituti previdenziali	30.09.2023
Debiti vs Inps	50.735
Debiti vs. Fondi Previdenziali	14.205
Rateo contributi su 13me	23.821
Totale deb v. istituti prev	88.761

- **Altri debiti:** la voce comprende principalmente il tributo per il deposito in discarica dei rifiuti solidi “Ecotassa” e gli aggi ai Comuni rispettivamente per euro 549 mila ed euro 75 mila e i debiti per dividendi deliberati ancora da liquidare ai soci di minoranza per complessivi euro 570 mila. Il residuo è riconducibile alle retribuzioni da liquidare, ai ratei tredicesima e quattordicesima nonché agli accantonamenti per le ferie maturate e non godute. In dettaglio:

Tabella 21: Dettaglio della voce Altri debiti di Ecosavona al 30.09.2023

Altri debiti	30.09.2023
Debito per ecotassa	548.569
Debiti per aggi	74.948
Debiti vs. Comune Savona dividendi	95.000
Debiti verso S.A.T. per dividendi	475.000
Retrib. da liquidare	101.151
F.do ferie maturate non godute	91.657
Rateo 13ma mensilita'	87.033
Rateo 14ma mensilita'	29.146
Altri debiti	38.016
Totale altri debiti	1.540.520



Ratei E Risconti Passivi

I “Ratei e risconti” sono allibrati nella Situazione Patrimoniale al 30.09.2023 per un importo di euro 275.294 e si riferiscono al risconto relativo al contributo sul finanziamento agevolato ricevuto dalla società.

5.2.2.2. Il piano economico, finanziario e patrimoniale di Ecosavona S.r.l. per il periodo 2024 -2044

La Società ha presentato allo scrivente un piano economico, finanziario e patrimoniale (di seguito anche solo il “Piano aggiornato” o il “Piano”) per il periodo 2024⁵ - 2044 sviluppato coerentemente con i seguenti Piani Economici finanziari presentati agli Enti competenti ai fini del PAUR 436 e aventi a vario titolo ad oggetto la gestione e/o l’ampliamento della Discarica del Boscaccio:

- Piano Economico Finanziario 10 - Transitorio emergenziale (“PEF 10”) - documento codice 143-098R10: si tratta del piano relativo all’ampliamento transitorio delle quantità autorizzate concesso dagli Enti ad Ecosavona sulla medesima area presso la quale insiste la vecchia discarica, quindi senza interessare nuove superfici. Tale ampliamento, la cui autorizzazione è contenuta nel medesimo PAUR 436 rilasciato a marzo a favore di Ecosavona per la totalità delle nuove volumetrie, è quello attualmente in corso di gestione e le cui volumetrie la società ritiene siano sufficienti per protrarre la gestione fino al prossimo mese di agosto 2024, consentendo di completare i primi lavori di approntamento della nuova discarica. I rifiuti urbani conferiti in tale invaso temporaneo – tenendo presente che fino alla messa in servizio della nuova discarica potranno essere conferiti in Ecosavona solamente rifiuti urbani – sono assoggettati alla tariffa di 122,24€/ton considerata dal piano per il primo semestre del corrente anno 2024;
- Piano Economico Finanziario 8 - Sola discarica (“PEF 8”) - documento codice 143-082R0: si tratta del documento di dettaglio afferente alla sola discarica (e non anche all’impianto di trattamento) all’interno del quale viene riportato il computo metrico estimativo di dettaglio di tutti gli investimenti connessi al sito di discarica. Tale documento risulta obbligatorio per l’autorizzazione della discarica – essendo esplicitamente previsto dalla vigente normativa;
- Piano Economico Finanziario 14 - Ampliamento di Valle (“PEF 14”) - documento codice 143-080R014: si tratta del piano economico finanziario della totalità della nuova discarica, comprensivo di fase 1 e fase 2, per quanto la seconda fase dovrà essere oggetto di un separato procedimento autorizzativo (PAUR), in tale documento vengono determinate le tariffe da applicarsi durante le due fasi della vita operativa della nuova discarica del Boscaccio. Tale ultimo documento è stato oggetto di Asseverazione da parte di UHY Audinet S.r.l., nella persona del Dott. Marco Coletta.

Si precisa che il Piano aggiornato è stato a sua volta oggetto di asseverazione, sempre da parte di UHY Audinet S.r.l., nella persona del Dott. Marco Coletta, il quale ha rilevato che *“Sulla base dell’esame degli elementi probativi a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali inclusi nel PEF non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dei dati previsionali, assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi*

⁵ Il Piano considera come “spalla” la situazione economica, patrimoniale e finanziaria pre consuntiva al 31.12.2023.

futuri ed azioni dell'organo amministrativo [...]. Inoltre, a nostro giudizio, i dati previsionali sono stati predisposti utilizzando coerentemente le ipotesi e gli elementi sopra citati ed elaborati sulla base di principi di riferimento”.

Ancora, il Piano Aggiornato, pur essendo intervenuta l'autorizzazione della sola fase emergenziale e della Fase 1, è sviluppato prevedendo anche la realizzazione della Fase 2: al riguardo, è stato rappresentato allo scrivente che il PAUR autorizza esclusivamente la fase emergenziale e la fase 1 (non la fase 2), mentre la valutazione di impatto ambientale (VIA) già conseguita da Ecosavona copre sia la fase 1 che la fase 2. Come riportato anche nel PAUR, l'iter autorizzativo relativo alla fase 2, il cui avvio delle attività di conferimento è atteso per il secondo semestre 2029, dovrà essere avviato dal nuovo aggiudicatario; pertanto, è altamente improbabile che Ecosavona potrà avviare l'iter autorizzativo prima del 31.12.2026. In ogni caso, l'avvio dell'ampliamento della discarica e l'iter autorizzativo che è stato seguito finora hanno portato la Discarica del Boscaccio ad avere un ruolo sempre più centrale nella gestione dei rifiuti solidi urbani prodotti dalla Regione Liguria, in tale prospettiva, la Società ritiene improbabile che non venga autorizzata anche la fase 2.

Tutto ciò premesso, nel prosieguo si procederà alla descrizione dei prospetti economici, patrimoniali e finanziari contenuti nel Piano.

5.2.2.2.1. Il Conto Economico previsionale

Nel prospetto seguente si riporta il Piano Economico previsionale di Ecosavona come elaborato dalla società:

Tabella 22: Conto Economico previsionale di Ecosavona S.r.l.

Conto Economico Previsionale €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ricavi Smal Urbano SV	7.620,50	7.607,90	7.311,70	7.225	6.936	7.420	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905
Ricavi Urbano AMIU	3.121,90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi Urbano Imperia	5.561,20	3.215,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi conferimenti diretti discarica	4.730,80	14.287,50	17.462,50	17.463	17.780	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605
Totale ricavi smaltimento	21.034,40	25.110,60	24.774,20	24.688	24.716	22.025	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510
€/tn	142	152,3	154,3	154,3	154,5						
Totale altri ricavi ecotassa	2.221,60	2.473,50	2.409,00	2.400	2.400	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Totale ricavi vendite											
Altri ricavi diversi	-	-	-	-	-						
Ricavi vendita energia biogas	1.850,30	1.739,20	1.634,90	1.536,80	1.444,60	1.357,90	1.276,40	1.199,80	1.127,90	1.060,20	996,6
Altri ricavi diversi	1.850,30	1.739,20	1.634,90	1.536,80	1.444,60	1.357,90	1.276,40	1.199,80	1.127,90	1.060,20	996,6
Totale ricavi	25.106,30	29.323,30	28.818,10	28.624	28.561	25.483	25.886	25.809	25.737	25.670	25.606
Aggi	-296,2	-329,8	-321,2	-320	-320	-280	-280	-280	-280	-280	-280
Ecotassa	-2.221,60	-2.473,50	-2.409,00	-2.400	-2.400	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100

Stima del valore della quota del 50,1% del capitale della società Green LuxCo Capital SA alla data del 30.09.2023

Conto Economico Previsionale €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Royalties	-1.610,00	-1.610,00	-1.610,00	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610
Aggi / Ecotassa / Royalties	-4.127,90	-4.413,30	-4.340,20	-4.330	-4.330	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990
Servizi Subappaltati	-1.000,00	-1.072	-1.044	-1.040	-1.040	-312	-312	-312	-312	-312	-312
Costo operativo veicoli	-344,2	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304
Costo smaltimento terzi	-885,9	-542,7	-366,6	-362,3	-347,8	-1.080	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160
Costo analisi AIA	-147,9	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120
Costo analisi per omologhe	-60	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120
Costi diretti variabili	-2.451,90	-2.158,50	-1.954,50	-1.946	-1.932	-1.936	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016
Margine di Contribuzione	19.526,60	22.751,50	22.523,40	22.348	22.299	19.657	18.680	18.906	18.731	18.664	18.600
% su ricavi	73,80%	77,60%	78,20%	78,10%	78,10%	76,70%	72,90%	72,90%	72,80%	72,70%	72,60%
Costo noleggio	-442,2	-442,2	-442,2	-442,2	-442,2						
Manutenzione veicoli	-249,9	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180
Manutenzione impianto	-416,8	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210
Manutenzione scarica	-264,4	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426
Smaltimento percolato	-914,6	-1.380,00	-1.380,00	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380
Assicurazioni impianto	-106,6	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Spese fidejussioni assicurative	-180,8	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Utenze	-149,9	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145
Costo personale	-2.734,60	-2.660,00	-2.660,00	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660
Acquisti materiali	-307,6	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355
Costi per la sicurezza	-71,6	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Costi diretti fissi	-5.881,30	-6.028,20	-6.028,20	-6.028	-6.028	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586
Margine Industriale	12.645,20	16.723,20	16.495,10	16.320	16.271	13.971	13.291	13.217	13.145	13.073	13.014
% su ricavi	50,40%	57,00%	57,20%	57,00%	57,00%	54,80%	51,40%	51,20%	51,10%	50,90%	50,80%
Costi indiretti fissi	-1.098,20	-1.008,30	-993,9	-981	-969	-331	-331	-331	-331	-331	-331
Totale costi	-13.559,30	-13.608,40	-13.316,90	-13.285	-13.259	-11.843	-12.923	-12.923	-12.923	-12.923	-12.923
EBITDA	11.547,00	15.714,90	15.501,20	15.319	15.301	13.640	12.963	12.886	12.814	12.742	12.653
% su ricavi	46,00%	53,60%	53,80%	53,60%	53,60%	53,50%	50,10%	49,90%	49,80%	49,70%	49,50%
Accantonamento chiusura	-1.946,80	-835,3	-837	-834	-836	-666	-606	-606	-606	-606	-606
Accantonamento post chiusura	-951,9	-2.012,80	-2.017,00	-2.011	-2.016	-1.604	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460
Accantonamento fondo sval. cred e rischi	-										
Ammortamento scarica	-6.025,40	-7.148,30	-7.163,40	-7.140	-7.158	-5.697	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185
Ammortamento impianto	-350,5	-741,3	-742,8	-740	-742	-591	-538	-538	-538	-538	-538
Ammortamento Cespiti esistenti	-										
Accantonamento svalutazione crediti	-71,3	-146,6	-144,1	-143	-143	-127	-129	-129	-129	-128	-128
Totale acc.ti e amm.ti	-9.345,90	-10.884,30	-10.904,30	-10.869	-10.895	-8.685	-7.917	-7.917	-7.917	-7.916	-7.916
EBIT	2.201,10	4.830,70	4.596,90	4.470	4.406	4.955	5.046	4.969	4.898	4.830	4.767

Conto Economico Previsionale €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Totale proventi/oneri finanziari	-867,4	-1.276,60	-1.133,00	-948	-739	-1.244	-1.054	-841	-638	-517	-436
EBT	1.333,70	3.554,10	3.463,80	3.523	3.667	3.711	3.992	4.129	4.259	4.313	4.331
Imposte	-405,9	-1.041,40	-1.010,60	-1.020	-1.052	-1.084	-1.155	-1.185	-1.213	-1.224	-1.225
Risultato netto	927,8	2.512,70	2.453,20	2.503	2.615	2.627	2.837	2.944	3.046	3.090	3.106
Risultato netto %	3,70%	8,60%	8,50%	8,70%	9,20%	10,30%	11,00%	11,40%	11,80%	12,00%	12,10%

Conto Economico Previsionale €/000	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Ricavi Smal Urbano SV	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	3.952
Ricavi Urbano AMIU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi Urbano Imperia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi conferimenti diretti discarica	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	8.521
Totale ricavi smaltimento	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510	22.510	12.473
€/tn										
Totale altri ricavi ecotassa	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	1.165
Totale ricavi vendite										
Altri ricavi diversi										
Ricavi vendita energia biogas	936,8	880,6	827,7	778,1	731,4					
Altri ricavi diversi	936,8	880,6	827,7	778,1	731,4					
Totale ricavi	25.546	25.490	25.437	25.388	25.341	24.610	24.610	24.610	24.610	13.638
Aggi	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-155
Ecotassa	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-2.100	-1.165
Royalties	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-1.610	-934
Aggi / Ecotassa / Royalties	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-3.990	-2.254
Servizi Subappaltati	-312	-312	-312	-312	-312	-312	-312	-312	-312	-156
Costo operativo veicoli	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-304	-176
Costo smaltimento terzi	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-2.160	-1.080
Costo analisi AIA	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-70
Costo analisi per omologhe	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-120	-70
Costi diretti variabili	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-3.016	-1.552
Margine di Contribuzione	18.540	18.484	18.431	18.382	18.335	17.604	17.604	17.604	17.604	9.832
% su ricavi	72,60%	72,50%	72,50%	72,40%	72,40%	71,50%	71,50%	71,50%	71,50%	72,10%
Costo noleggio										
Manutenzione veicoli	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-180	-104
Manutenzione impianto	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-210	-122
Manutenzione discarica	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-426	-247
Smaltimento percolato	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-1.380	-800
Assicurazioni impianto	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-17
Spese fidejussioni assicurative	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-58

Conto Economico Previsionale €/000	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Utenze	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-84
Costo personale	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-2.660	-1.543
Acquisti materiali	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-355	-206
Costi per la sicurezza	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-58
Costi diretti fissi	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-5.586	-3.240
Margine Industriale	12.954	12.898	12.845	12.796	12.749	12.018	12.018	12.018	12.018	6.592
<i>% su ricavi</i>	<i>50,70%</i>	<i>50,60%</i>	<i>50,50%</i>	<i>50,40%</i>	<i>50,30%</i>	<i>48,80%</i>	<i>48,80%</i>	<i>48,80%</i>	<i>48,80%</i>	<i>48,30%</i>
Costi indiretti fissi	-331	-331	-331	-331	-331	-331	-331	-331	-331	-192
Totale costi	-12.923	-7.238								
EBITDA	12.623	12.567	12.514	12.465	12.418	11.687	11.687	11.687	11.687	6.400
<i>% su ricavi</i>	<i>49,40%</i>	<i>49,30%</i>	<i>49,20%</i>	<i>49,10%</i>	<i>49,00%</i>	<i>47,50%</i>	<i>47,50%</i>	<i>47,50%</i>	<i>47,50%</i>	<i>46,90%</i>
Accantonamento chiusura	-606	-606	-606	-606	-606	-606	-606	-606	-606	-345
Accantonamento post chiusura	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-1.460	-832
Accantonamento fondo sval. cred e rischi										
Ammortamento discarica	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-5.185	-2.956
Ammortamento impianto	-538	-538	-538	-538	-538	-538	-538	-538	-538	-307
Ammortamento Cespiti esistenti										
Accantonamento svalutazione crediti	-128	-127	-127	-127	-127	-123	-123	-123	-123	-68
Totale acc.ti e amm.ti	-7.916	-7.915	-7.915	-7.915	-7.915	-7.911	-7.911	-7.911	-7.911	-4.509
EBIT	4.708	4.652	4.599	4.550	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891
Totale proventi/oneri finanziari	-345	-242	-127	-33	0	0	0	0	0	0
EBT	4.363	4.409	4.472	4.517	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891
Imposte	-1.231	-1.240	-1.253	-1.261	-1.256	-1.053	-1.053	-1.053	-1.053	-528
Risultato netto	3.132	3.170	3.219	3.255	3.247	2.722	2.722	2.722	2.722	1.364
<i>Risultato netto %</i>	<i>12,30%</i>	<i>12,40%</i>	<i>12,70%</i>	<i>12,80%</i>	<i>12,80%</i>	<i>11,10%</i>	<i>11,10%</i>	<i>11,10%</i>	<i>11,10%</i>	<i>10,00%</i>

Prima di entrare nel merito delle singole voci si rende opportuna una breve descrizione delle assunzioni del Piano.

Per quanto attiene ai rifiuti previsti in smaltimento, il Piano considera un apporto di rifiuti in smaltimento diretto tale da non superare la quota annuale di 190.000 tonnellate, in linea con il dato storico, sebbene rispetto alla nuova discarica non risulti esplicitato nella documentazione autorizzativa tale limite massimo.

I conferimenti diretti in discarica per rispettare le volumetrie annualmente disponibili utilizzate nel Piano sono le seguenti, come rappresentato nella tabella sottostante:



Tabella 23: I conferimenti diretti in discarica nel Piano di Ecosavona S.r.l.

(ton)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Conferimenti diretti in discarica	29.800	90.000	110.000	110.000	112.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000

(ton)	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
conferimenti diretti in discarica	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	53.673

Sulla base dell'evoluzione dei quantitativi di rifiuti urbani in ingresso in impianto, di quelli conferiti direttamente discarica, nonché della prevista gestione dell'impianto di trattamento, è stato desunto il profilo di conferimento in discarica sia della frazione secca risultante post separazione che della c.d. "frazione umida stabilizzata" (quest'ultima ottenuta dalla lavorazione prevista nel segmento di biostabilizzazione dell'impianto TMB attivo presso il sito di Ecosavona) per il periodo prospettico di gestione della nuova discarica del Boscaccio. Tale evoluzione viene riportata nella tabella sottostante:

Tabella 24: Profilo di conferimento in discarica nel Piano di Ecosavona S.r.l.

Rifiuti in discarica (ton)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Scarto in discarica	80.107	44.940	30.360	30.000	28.800	18.000	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200
Smaltimenti diretti	29.800	90.000	110.000	110.000	112.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000
Umido stabilizzato	25.270	15.729	10.626	10.500	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080
Totale	135.177	150.669	150.986	150.500	150.880	120.080	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280

Rifiuti in discarica (ton)	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	Totale
Scarto in discarica	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	3.600	336.607
Smaltimenti diretti	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	92.000	53.673	1.885.473
Umido stabilizzato	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	10.080	5.040	228.445
Totale	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280	109.280	62.313	2.450.525

In definitiva, in conferimenti complessivi lungo l'arco di Piano sono previsti pari a 2.450.525 ton: la stima è stata effettuata dalla società sulla base del "Piano regionale di gestione dei rifiuti e delle bonifiche 2015 - Aggiornamento 2021-2026".

È opportuno precisare che i ricavi di Ecosavona non vengono stimati sulla base di tale dato, ma sui rifiuti che vengono conferiti in impianti (c.d. "a bocca di impianto") in quanto la tariffa applicata ai conferimenti di rifiuti urbani è per ogni tonnellata che i singoli comuni conferiscono presso il sito di discarica, dopodiché tali rifiuti vengono lavorati da Ecosavona che suddivide la porzione secca da quella contenente organico (c.d. "frazione umida") e questa seconda frazione viene biostabilizzata e solo in un secondo momento avviata a smaltimento finale. Ciò comporta che, mentre per i rifiuti speciali non pericolosi vi è una corrispondenza univoca fra quanto conferito e quanto smaltito, per gli urbani il peso del rifiuto smaltito è inferiore al conferito in quanto la biostabilizzazione elimina in grande parte la componente di acqua contenuta nella frazione umida che viene stabilizzata. Per di più nella seconda fase di gestione della discarica è anche previsto di mettere in funzione un impianto di preparazione di combustibile solido secondario (CSS) il che comporterà che a partire dal secondo semestre del 2029 la frazione secca del rifiuto urbano non verrà più smaltita in

discarica, ma di converso, la frazione solida del rifiuto ivi conferito sarà separata dalla umida, preparata e avviata all'esterno per essere utilizzata in combustione.

In altri termini, i rifiuti conferiti c.d. a bocca di impianto sono i seguenti:

Tabella 25: Profilo di conferimento in discarica nel Piano di Ecosavona S.r.l. c.d. a bocca di impianto

Rifiuti in discarica (ton)	I semestre 2024	II semestre 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Urbano Savona (a)	29.980,68	27.375,00	52.650,00	50.600,00	50.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00
Urbano Amiu	21.604,98	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Urbano Imperia	15.548,96	23.800,00	22.250,00	-	-	-	-	-	-	-
Totale	67.134,61	51.175,00	74.900,00	50.600,00	50.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00

Rifiuti in discarica (ton)	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Urbano Savona (a)	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	24.000,00
Urbano Amiu	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Urbano Imperia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale	48.000,00	24.000,00										

Tutto ciò premesso, di seguito si riporta la descrizione delle voci di natura economica.

Ricavi

Il Piano prevede la seguente dinamica dei ricavi:

Tabella 26: I ricavi previsionali di Ecosavona

Ricavi	I semestre 2024	II sem 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ricavi Smal Urbano SV	3.664,8	3.955,7	7.607,9	7.311,7	7.225	6.936	7.420	7.905	7.905	7.905	7.905
<i>tariffa impiegata</i>	122,2	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	154,59	164,68	164,68	164,68	164,68
<i>ton</i>	29.980,68	27.375,00	52.650,00	50.600,00	50.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00
Ricavi Urbano AMIU	3.121,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>tariffa impiegata</i>	144,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>ton</i>	21.605,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi Urbano Imperia	2.122,1	3.439,1	3.215,1	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>tariffa impiegata</i>	136,48	144,5	144,5	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>ton</i>	15.549,0	23.800,0	22.250,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Ricavi conferimenti diretti discarica	0	4.730,8	14.287,5	17.462,5	17.463	17.780	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605
<i>tariffa impiegata</i>	-	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8
<i>ton</i>	-	29.800,0	90.000,0	110.000,0	110.000,0	112.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0
Totale ricavi smaltimento	8.908,86	12.125,54	25.110,6	24.774,2	24.688	24.716	22.025	22.510	22.510	22.510	22.510
Ecotassa Urbani (coeff di 15)	1.007,0	1.214,6	2.473,5	2.409,0	2.400	2.400	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Totale altri ricavi ecotassa	100702%	121463%	2.473,5	2.409,0	2.400	2.400	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Ricavi vendita energia biogas	925,1	925,1	1.739,2	1.634,9	1.536,8	1.444,6	1.357,9	1.276,4	1.199,8	1.127,9	1.060,2
Altri ricavi diversi	925,1	925,1	1.739,2	1.634,9	1.536,8	1.444,6	1.357,9	1.276,4	1.199,8	1.127,9	1.060,2
Totale ricavi	10.841,0	14.265,3	29.323,3	28.818,1	28.624	28.561	25.483	25.886	25.809	25.737	25.670

Ricavi	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Ricavi Smal Urbano SV	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	7.905	3.952
<i>tariffa impiegata</i>	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68	164,68
<i>ton</i>	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	24.000,00
Ricavi Urbano AMIU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>tariffa impiegata</i>											
<i>ton</i>											
Ricavi Urbano Imperia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>tariffa impiegata</i>											
<i>ton</i>											
Ricavi conferimenti diretti discarica	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	14.605	8.521
<i>tariffa impiegata</i>	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8	158,8
<i>ton</i>	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	92.000,0	53.673,3
Totale ricavi smaltimento	22.510	12.473									
Ecotassa Urbani (coeff di 15)	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	1.165
Totale altri ricavi ecotassa	2.100	1.165									
Ricavi vendita energia biogas	996,6	936,8	880,6	827,7	778,1	731,4					
Altri ricavi diversi	996,6	936,8	880,6	827,7	778,1	731,4					
Totale ricavi	25.606	25.546	25.490	25.437	25.388	25.341	24.610	24.610	24.610	24.610	13.638

Le tariffe relative ai conferimenti di rifiuti urbani sono state stimate in linea con quelle risultanti dalla documentazione autorizzativa; in particolare: nel primo semestre 2024 si è fatto riferimento alla tariffa di cui al PEF 10 (122,2 €/ton); dal secondo semestre 2024 e fino al 2028 è stato fatto riferimento alla tariffa relativa alla fase 1 dell'ampliamento come da PEF 14 (144,48 €/ton); dal 2029 sino a tutto il 2044 è stato fatto riferimento alla tariffa relativa alla fase 2 dell'ampliamento come da PEF 14 (164,68 €/ton).

Per quanto attiene invece ai conferimenti diretti di rifiuti speciali non pericolosi in discarica, la tariffa impiegata lungo tutto l'orizzonte di piano è stata pari a 158,78 €/ton. Tale attività, a differenza di quanto avviene per lo smaltimento di rifiuti urbani, non prevede la definizione di una tariffa "regolata", bensì, essendo un'attività di libero mercato, si basa sulla contrattazione fra parti industriali indipendenti. Al fine di considerare un valore unitario rappresentativo del prezzo attualmente espresso dal mercato, nella predisposizione del piano la società ha considerato il prezzo medio applicato dalla vicina discarica di Bossarino – facente parte del gruppo Innovatec – ai propri clienti industriali.

Inoltre, come evidenziato in precedenza, le volumetrie sono state determinate dalla società tenendo conto del "Piano regionale di gestione dei rifiuti e delle bonifiche 2015 – Aggiornamento 2021-2026" nonché della comunicazione della Regione Liguria Prot- 2022-0547657 del 22.07.2022⁶.

⁶ In tale comunicazione, dal 2029 in poi era riportato un totale dei rifiuti "a bocca di impianto" per complessivi 50.000 ton laddove il singolo dato per impianto era differente: prudenzialmente la società ha considerato ai fini del Piano un valore di 48.000 ton. Inoltre, da tale comunicazione si evince l'interruzione delle attività AMIU e Imperia. Al riguardo, la società ha comunicato che a partire da una certa data (2025 per AMIU e 2026 per Imperia) le rispettive provincie saranno dotate di soluzioni impiantistiche autonome (l'impianto di biostabilizzazione di Collette Ozotto per Imperia e la discarica di Scarpino per Genova), pertanto, i due territori provinciali non dovranno più appoggiarsi sulla discarica di Ecosavona ma potranno gestirsi autonomamente, laddove la discarica di Ecosavona potrà gestire esclusivamente il flusso di urbani proveniente dal proprio territorio provinciale, oltre

In estrema sintesi, nel Piano si prevede che con la gestione del nuovo polo per il trattamento e smaltimento di rifiuti urbani e speciali presso il sito Boscaccio si producano ricavi annui pari a circa 25 milioni. Tale valore arriverà a una stabilizzazione a partire dal 2029 in poi, con un picco di ricavi pari a euro 29 milioni nel 2025.

I ricavi da biogas sono stati stimati, invece, sulla base del dato storico prevedendo una riduzione nel tempo, considerando la diminuzione nel tempo della produzione di biogas in tale direzione.

COSTI

Il Piano contempla le seguenti categorie di costi:

- Aggì, Ecotassa e Royalty, pari a complessivi euro 83,6 milioni lungo l'orizzonte di Piano;
- Costi diretti variabili, pari a complessivi euro 56,1 milioni lungo l'orizzonte di Piano;
- Costi diretti fissi, pari a complessivi euro 117 milioni nel periodo 2024-2044;
- Costi indiretti fissi, pari a complessivi euro 10,2 milioni;
- Accantonamenti e ammortamenti, in cui la voce più rilevante è rappresentata dagli accantonamenti a fondi per chiusura e *post* chiusura pari rispettivamente a euro 14,7 milioni e a euro 31,8 milioni lungo l'orizzonte di Piano.

In dettaglio:

- Aggì: è stato valutato l'onere connesso agli aggì in funzione dei quantitativi di rifiuti in ingresso presso il nuovo polo impiantistico, è stato assunto un parametro unitario di due euro a tonnellata. Nel Piano si prevedono circa 300 mila euro per annui che somma all'importo delle *royalties* di circa 1.600 mila per anno addivengono all'importo di euro 1.900 mila come da convenzione vigente con il Comune di Vado Ligure (cfr. art. 8 c);
- Ecotassa: è il tributo ambientale passante che viene applicato sui rifiuti conferiti in discarica, che la discarica incassa da parte dei clienti e poi retrocede trimestralmente alla Regione di competenza (in questo caso regione Liguria), tant'è vero che sul modello vengono esposti ricavi e costi uguali in termini assoluti. Il valore unitario di 15€/ton è quello associato ai conferimenti di rifiuti per la Regione Liguria⁷. L'impatto medio a regime è di circa euro 2,1 milioni annui;
- *Royalties*: come indicato nel PEF 14, è stata prevista una struttura delle *royalties* da riconoscere a favore del comune di Vado Ligure così composta: i) euro 600 migliaia annui per la messa a disposizione dell'intero compendio immobiliare oggetto di proprietà del comune di Vado Ligure; ii) euro 1.010 migliaia annui quale *"ulteriore ristoro in considerazione del più ampio complesso concesso e delle ulteriori attività previste o comunque possibili in loco, da computarsi come conto a carico della quota di smaltimento dei rifiuti speciali. Di conseguenza, la voce relativa alle royalties presenterà un onere annuo complessivo di euro 1 610 migliaia che si tradurrà, in base alla vita utile della discarica*

che dai rifiuti speciali.

⁷ <https://www.regione.liguria.it/homepage-ambiente/cosa-cerchi/rifiuti/ecotassa/tributo-deposito-rifiuti.html>

(20,08 anni) e alla suddivisione degli oneri fra quota urbani e quota speciali in circa euro 12 milioni a carico dei rifiuti urbani e circa euro 20,3 milioni a carico dei rifiuti speciali”;

- Costi diretti variabili: la voce si compone come segue lungo l’orizzonte di Piano:

Tabella 27: Costi diretti variabili Piano Ecosavona

Costi diretti variabili	Importi €/000 2024-2044
Servizi Subappaltati	10.031,78
Costo trasporto	13,90
Costo operativo veicoli	6.296,50
Costo smaltimento terzi	34.905,24
Costo analisi AIA	2.497,49
Costo analisi per omologhe	2.409,60
Totale	56.154,52

Le voci più rilevanti riguardano:

- Servizi subappaltati: trattasi dei costi connessi alla movimentazione del rifiuto all’interno del sito integrato, alla pulizia del polo stesso e delle aree prospicenti, oneri che, sulla base dell’attuale gestione della discarica e dell’impianto del Boscaccio sono stati quantificati in maniera variabile sul quantitativo di rifiuti gestiti in circa euro 6,5 per tonnellata in ingresso presso il sito di trattamento, tenuto conto delle tariffe di cui al contratto in essere con Impresa Edile MAC S.p.A.;
 - Costo smaltimento terzi: in merito a tale voce, la società ha rappresentato quanto segue. Il Piano assume l’esecuzione di due momenti:
 1. fino a quando non verrà realizzato l’adeguamento dell’impianto di biostabilizzazione che attualmente funziona a scartamento ridotto, una parte della frazione umida dei rifiuti urbani dovrà essere inviata a trattamento esterno, salvo poi rientrare in possesso della frazione stabilizzata, da cronoprogramma, gli interventi di *revamping* della sezione di biostabilizzazione dovrebbero essere realizzati durante il corrente esercizio (2024). Infatti, il costo degli smaltimenti esterni dal 2025 fino al primo semestre del 2029 è in riduzione; il valore ipotizzato è una stima basata sul funzionamento ottimale dell’impianto *post revamping*;
 2. a partire dal secondo semestre del 2029 è previsto l’avvio dell’impianto di produzione di CSS; a partire da quella data la frazione secca del rifiuto solido urbano non verrà più smaltita in discarica, ma dopo apposita preparazione potrà essere utilizzata come combustibile solido secondario (CSS). In Italia il CSS viene ancora ritirato a fronte di un prezzo: secondo la società, sulla base delle indicazioni di mercato, è possibile assumere un costo medio di ritiro per tale combustibile in circa 100€/ton;
- Costi diretti fissi: la voce si compone come segue lungo l’orizzonte di Piano:

Tabella 28: Costi diretti fissi Piano Ecosavona

Costi diretti fissi	Importi €/000 2024 – 2044
Costo noleggio	2.211
Manutenzione veicoli	3.774
Manutenzione attrezzature	16
Manutenzione impianto	4.529
Manutenzione discarica	8.605
Smaltimento percolato	27.935
Assicurazioni impianto	694
Spese fidejussioni assicurative	2.139
Costi Sito	26
Utenze	2.989
Retribuzioni ordinarie	51.883
Retribuzioni straordinarie e note Spese	2.051
Ticket	866
Spese mediche	5
Vestiaro	13
Acquisti prodotti finiti	7.258
Costi per la sicurezza	2.030
Totale	117.024



Le voci più rilevanti riguardano:

- Smaltimento percolato: il costo è stato fatto pari a euro 1.380 mila annuo, in linea con quanto stimato da Desmos nel Piano Economico Finanziario R08;
- Retribuzioni ordinarie: il costo è stato fatto pari a un importo complessivo annuo di euro 2.520 mila annui (in linea con l'importo indicato nel Piano Economico Finanziario R08 – euro 1.040 mila + euro 360 mila – aumentato del 180%). In particolare, il personale ad oggi dedicato da Ecosavona alla gestione a tempo pieno all'impianto esistente – che non ricomprende la sezione di produzione del CSS – è costituito da 5 effettivi. Al fine di garantire la gestione completa del nuovo polo impiantistico sarà necessario prevedere almeno un numero doppio di figure tecniche – su più turni – dedicate alla gestione (i) della sezione di tritovagliatura, (ii) della sezione di biostabilizzazione, per la quale è previsto un completo revamping e (iii) della sezione di produzione e imballaggio di CSS. Di conseguenza è stato stimato un costo azienda annuo – a regime – di circa euro 360.000 (determinato sulla base dei compensi annui medi applicati attualmente al personale di Ecosavona e sulle quantità ridotte rispetto alla previsione iniziale di rifiuti solidi urbani in trattamento annualmente presso l'impianto). L'aumento del 180% è dovuto al fatto che gli importi di euro 360 mila e di euro 1.040 mila attengono rispettivamente al solo personale operativo dell'impianto e della discarica, senza considerare i costi relativi al personale amministrativo, nonché a quello afferente a tutte le funzioni di *staff* comunque necessario per l'attività di gestione, talché è stato previsto un incremento del valore da PEF comunque in linea con il dato storico che si aggira nell'intorno di 2,9 milioni annui;

- Manutenzione discarica: la manutenzione discarica è stata prevista in un importo annuo di euro 426 mila e si compone di due voci che risultano dal PEF R08. In particolare:

Tabella 29: Manutenzione discarica Piano Ecosavona

Manutenzione discarica	importi €/000 2024 - 2044
Manutenzione	257
Copertura discarica	169
Totale	426

- Manutenzione veicoli: all'interno del polo integrato di trattamento è previsto l'impiego di numerosi veicoli necessari a (i) lo spostamento interno del rifiuto una volta conferito in impianto da parte dei clienti, (ii) la suddivisione dei rifiuti in base alla tipologia ed il relativo invio alle differenti fasi di trattamento, (iii) lo spostamento fra i differenti settori di trattamento. Tali veicoli necessitano di manutenzione in base all'elevato grado di usura conseguente al prolungato utilizzo a contatto con i rifiuti; tali costi sono stati stimati, sulla base di quanto sostenuto ad oggi da Ecosavona, in circa euro 180.000 annui (a regime), comprensivi anche dei costi connessi agli acquisti correnti degli pneumatici per i mezzi stessi (anch'essi necessariamente sostituiti con elevata frequenza), in linea con PEF 14;
 - Manutenzione della sezione impiantistica: il nuovo segmento impiantistico prevede l'installazione di numerosi macchinari che necessiteranno di manutenzione ordinaria e straordinaria in funzione del lavoro cui saranno sottoposti, a continuo contatto con i rifiuti (specialmente in connessione al segmento dedicato al trattamento della frazione organica), tali costi sono stati stimati in circa euro 210.000 per anno, in linea con PEF 14;
- Costi indiretti fissi: la voce si compone come segue lungo l'orizzonte di Piano:

Tabella 30: Costi indiretti fissi Piano Ecosavona

Costi indiretti fissi	importi €/000 2024 - 2044	Periodo
Consulenze	1.585	2024-2028
Spese auto	400	2024-2028
Spese viaggi e rappresentanza	168	2024-2028
Pubblicità/Fiera	486	2024-2028
Tasse/Bolli/Multe	717	2024-2028
Service IC	150	2024-2028
Costi generali	6.702	2024-2044
Totale	10.208	

La voce principale si riferisce ai costi generali; in particolare, in funzione della complessa platea di costi connessi alla gestione dell'impianto di trattamento meccanico biologico, e dell'impossibilità di riassumere in un numero limitato di voci la totalità dei costi che la società si troverà a dover gestire, è stata prevista una voce di costo relativa a spese generali fatta pari a euro 331 mila annui stimata in linea con il PEF 08 e il PEF 14;



- Accantonamenti a fondi per chiusura e *post* chiusura: come noto, Ecosavona gestisce gli impianti di trattamento meccanico (TM) o trattamento meccanico biologico di rifiuti urbani (TMB) e la Discarica del Boscaccio; si rammenta che con il termine discarica si intende “l’area adibita a smaltimento dei rifiuti mediante operazioni di deposito sul suolo o nel suolo” ai sensi dell’art. 2, comma 1, lett. g), del D. Lgs. n. 36 del 13 gennaio 2003, n. 36.

Gli impianti hanno una potenzialità di trattamento in ragione di una predeterminata unità di tempo e, in particolare, una potenzialità annua e giornaliera; la loro vita utile è fissata dall’autorizzazione, la quale, in via di principio, è rinnovabile senza limiti temporali.

Invece, le discariche sono siti di deposito definitivo dei rifiuti, ove possono essere collocati in funzione della tipologia e categoria di appartenenza della discarica. Quelle del Boscaccio appartiene alla categoria dei rifiuti non pericolosi.

Generalmente le discariche hanno una potenzialità non espressa in unità di tempo bensì in funzione della volumetria progettuale autorizzata; pertanto, la durata è variabile ed è commisurata alla velocità di riempimento determinata dalle condizioni di mercato o dalla domanda di smaltimento.

In tema di discariche la norma a cui fare riferimento è il D. Lgs. 36/2003 che recepisce la Direttiva 1999/31/CE, la quale ha rielaborato le regole che disciplinano le discariche, al fine di rafforzare la tutela dell’ambiente e della salute pubblica.

La Direttiva 1999/31/CE muoveva da due assunti: l’applicazione del principio “chi inquina paga” e la constatazione che il conferimento in discarica rappresentava ancora in tutta l’Unione Europea il sistema di smaltimento più utilizzato, con la conseguente considerazione dell’impatto negativo sulla salute e sull’ambiente.

Le discariche si distinguono in tre categorie:

- Discarica per rifiuti inerti;
- Discarica per rifiuti non pericolosi (nella quale rientrano i rifiuti solidi urbani, noti come RSU e come tali d’ora innanzi menzionati);
- Discarica per rifiuti pericolosi.

I rifiuti vengono (trattati e) avviati a discarica, cioè a un sito di deposito definitivo, nel quale sono stoccati in funzione della tipologia e categoria di appartenenza della discarica.

Ai sensi dell’art. 15 del D.Lgs. 36/2003, il corrispettivo per lo smaltimento in discarica (ovvero la tariffa che l’ente territoriale corrisponde al gestore) deve coprire i) i costi di realizzazione e di esercizio dell’impianto; ii) i costi sostenuti per la prestazione della garanzia finanziaria; iii) i costi stimati di chiusura e i costi di gestione successiva alla chiusura per un periodo di almeno trenta anni, tenuto conto della riduzione del rischio ambientale e dei costi di post-chiusura (art. 8.1.m D. Lgs. 36/2003).

In particolare, la gestione della discarica comporta a carico del gestore l’impegno ad accantonare contabilmente durante la vita operativa della discarica stessa due tipi di fondi:



- i fondi di chiusura (o *capping* definitivo) i quali rappresentano i costi che la società dovrà sostenere in relazione alla copertura definitiva della discarica una volta che verranno completate le attività di conferimento, terminate le volumetrie disponibili ed il gestore sarà quindi chiamato ad operare gli investimenti necessari alla completa “sigillatura” del sito di discarica a fine vita in modo da renderlo impermeabile dagli agenti esterni e minimizzare il rischio di fuoriuscite di materiali dall’interno che potrebbero comportare contaminazioni delle matrici ambientali;
- i fondi di *post mortem* (o gestione *post operativa*) sono relativi a tutte quelle spese che il gestore sarà chiamato a sostenere in quanto, ai sensi della vigente normativa di settore, il gestore è chiamato a proseguire nella gestione del sito di smaltimento per un periodo di 30 anni successivo al termine dei conferimenti e alla dichiarazione di chiusura finale della discarica stessa. Tali fondi, accantonati nel corso della vita utile della discarica, avranno manifestazione finanziaria dal giorno successivo alla dichiarazione di chiusura definitiva del sito e sono relativi a tutti quei costi necessari al mantenimento in buono stato del sito, nello specifico ricomprendono: i) costi per il personale operativo che presidierà il sito anche successivamente alla chiusura; ii) costi di manutenzione degli impianti tecnologici; iii) costi di gestione e di smaltimento del percolato prodotto dalla discarica anche successivamente alla chiusura definitiva; iv) costi connessi alla presentazione di adeguate coperture assicurative e fideiussorie.

Ecosavona, come emerge dalla descrizione dello Stato Patrimoniale al 30.09.2023 ha appostato in bilancio i fondi per le spese di chiusura e di *post* chiusura; analogamente, nel Piano, lungo l’orizzonte 2024 – 2044 sono stati previsti precipui accantonamenti in linea con le stime operate da Desmos nel PEF 08. In particolare, in tale sede, si è proceduto alle seguenti stime:

Tabella 31: Fondi chiusura e *post* chiusura Piano Ecosavona

Fondi chiusura e post chiusura	importi PEF 08
Spese di chiusura	13.230.684,50
Spese post chiusura	31.882.603,50
Costi di gestione transitorio chiusura	11.295.000,00
Post mortem 30 anni	22.950.000,00
Deduzione post gestione ampliamento autorizzato	-2.362.396,50
Totale	45.113.288

Nel Piano tali valori sono stati accantonati lungo l’orizzonte temporale di riferimento fino al completo utilizzo degli spazi autorizzati in discarica;

- EBIT: lungo l’orizzonte di Piano, sulla base delle assunzioni in tema di ricavi e costi come sopra rappresentate, l’EBIT assume il seguente *trend*:

Tabella 32: EBIT Piano Ecosavona

Descrizione €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	2.201,1	4.830,7	4.596,9	4.470	4.406	4.955	5.046	4.969	4.898	4.830	4.767

Descrizione €/000	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
EBIT	4.708	4.652	4.599	4.550	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891

- Risultati della gestione finanziaria: nel periodo 2024-2044 sono stati previsti interessi passivi per euro 10,8 milioni. In particolare, nel Piano (differentemente da quanto effettuato nel PEF 14) è stato ipotizzato che l'investimento generale per la realizzazione del complesso di discarica ed impianto di trattamento (euro 119 milioni per la discarica ed euro 11 milioni circa per l'impianto) venga finanziato per la gran parte tramite la cassa corrente e il capitale proprio. La rimanente parte mediante ricorso a debito bancario, come di seguito dettagliato:

Tabella 33: Struttura finanziaria dell'operazione

Struttura finanziaria dell'operazione	Piano aggiornato
Investimento discarica	119.054
Investimento impianto	11.949
Modalità di finanziamento	
Equity	- 14.822
Finanziamenti	- 34.585
Cassa corrente	-81.597

In particolare, gli investimenti dovrebbero evolvere come segue:

Tabella 34: Evoluzione degli investimenti nel Piano

Evoluzione degli investimenti nel Piano	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Investimento complessivo discarica	19.146,90	10.695,00	10.695,00	10.695,00	-	8.737,40	3.648,60	3.648,60	3.648,60
Investimento complessivo impianto	3.738,00					8.211,40			

Evoluzione degli investimenti nel Piano	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
Investimento complessivo discarica	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	3.648,60	2.080,50
Investimento complessivo impianto											

Per quanto attiene ai finanziamenti, il Piano prevede la seguente struttura:

Tabella 35: Dettaglio finanziamenti

STRUTTURA FINANZIARIA	Nuovo Piano	Nuovo Piano	Nuovo Piano
Importo erogato	6.701,42	16.019,45	11.864,15
Data erogazione	31/03/2023	31/03/2024	30/06/2029



STRUTTURA FINANZIARIA	Nuovo Piano	Nuovo Piano	Nuovo Piano
Durata del finanziamento	5 anni + 1 pre amm.to	7 anni + 1 per amm.to	8 anni + 1 pre amm.to
Estinzione finanziamento	31/03/2029	31/03/2032	30/06/2038
Periodo di preammortamento	12 mesi	12 mesi	12 mesi
Periodicità rata	Semestrale	Semestrale	Semestrale
Tasso di interesse annuo	6%	6%	6%
Tipo tasso	Fisso	Fisso	Fisso



Gli interessi sono stati calcolati coerentemente con la struttura finanziaria dell'operazione;

- Risultato netto: lungo l'orizzonte di Piano, sulla base delle assunzioni in tema di ricavi e costi come sopra rappresentate e tenuto conto della dinamica delle imposte, il risultato netto assume il seguente *trend*:

Tabella 36: Risultato netto prospettico Piano Ecosavona

Descrizione €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	2.201,1	4.830,7	4.596,9	4.470	4.406	4.955	5.046	4.969	4.898	4.830	4.767
Totale proventi/oneri finanziari	(867,4)	(1.276,6)	(1.133,0)	(948)	(739)	(1.244)	(1.054)	(841)	(638)	(517)	(436)
EBT	1.333,7	3.554,1	3.463,8	3.523	3.667	3.711	3.992	4.129	4.259	4.313	4.331
Imposte	(405,9)	(1.041,4)	(1.010,6)	(1.020)	(1.052)	(1.084)	(1.155)	(1.185)	(1.213)	(1.224)	(1.225)
Risultato netto	927,8	2.512,7	2.453,2	2.503	2.615	2.627	2.837	2.944	3.046	3.090	3.106

Descrizione €/000	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
EBIT	4.708	4.652	4.599	4.550	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891
Totale proventi/oneri finanziari	(345)	(242)	(127)	(33)	0	0	0	0	0	0
EBT	4.363	4.409	4.472	4.517	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891
Imposte	(1.231)	(1.240)	(1.253)	(1.261)	(1.256)	(1.053)	(1.053)	(1.053)	(1.053)	(528)
Risultato netto	3.132	3.170	3.219	3.255	3.247	2.722	2.722	2.722	2.722	1.364
Risultato netto %	12,3%	12,4%	12,7%	12,8%	12,8%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,0%

5.2.2.2.2. Lo Stato Patrimoniale

Di seguito si riporta lo Stato Patrimoniale previsionale per il periodo 2024-2044 (importi in euro):

Tabella 37: Lo Stato Patrimoniale previsionale di Ecosavona

Stato Patrimoniale	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Immobilizzazioni immateriali	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11

Stima del valore della quota del 50,1% del capitale della società Green LuxCo Capital SA alla data del 30.09.2023

Stato Patrimoniale	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Avviamento										
Immobilizzazioni materiali	34.579	37.384	40.173	42.987	35.086	45.747	43.674	41.600	39.526	37.452
Partecipazioni										
Altre attività finanziarie	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Capitale immobilizzato	34.837	37.642	40.431	43.245	35.344	46.005	43.932	41.858	39.784	37.710
Crediti commerciali	3.506	4.185	4.129	4.115	4.119	3.671	3.752	3.752	3.752	3.752
Debiti commerciali per investimenti	(2.288)	(1.069)	(1.069)	(1.069)	-	(1.695)	(365)	(365)	(365)	(365)
Debiti commerciali	(1.343)	(1.311)	(1.267)	(1.263)	(1.257)	(1.041)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)
Capitale circolante commerciale (no parti correlate)	(126)	1.805	1.793	1.783	2.862	935	2.129	2.129	2.129	2.129
Crediti correnti vs parti correlate	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538
Debiti correnti vs parti correlate										
Crediti/Debiti correnti verso parti correlate	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538
Crediti fiscali (IVA)	1.823	831	466	461	424	504	742	742	742	742
Altri crediti correnti	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623
Debiti fiscali	(406)	(1.041)	(1.011)	(1.020)	(1.052)	(1.084)	(1.155)	(1.185)	(1.213)	(1.224)
Altri debiti correnti	(1.402)	(1.473)	(1.455)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)
Capitale circolante netto	6.051	6.284	5.955	5.933	6.943	5.064	6.425	6.395	6.367	6.356
Altri crediti/debiti >12 mesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TFR e fondi rischi e oneri	(29.723)	(32.571)	(35.425)	(38.270)	(41.122)	(43.392)	(45.458)	(47.523)	(49.589)	(51.655)
Capitale investito netto	11.164	11.354	10.960	10.908	1.165	7.678	4.899	730	(3.438)	(7.588)
Disponibilità liquide	(14.139)	(12.547)	(10.437)	(7.681)	(14.332)	(17.487)	(18.527)	(20.191)	(23.185)	(27.691)
Cassa vincolata post chiusura	(952)	(2.965)	(4.982)	(6.992)	(9.008)	(10.612)	(12.072)	(13.532)	(14.992)	(16.451)
Debiti vs altri soci per dividendi										
Crediti finanziari vs Green LuxCo										
Debiti bancari Nuova Finanza	22.212	20.340	17.428	14.156	10.480	19.124	16.009	12.019	9.259	7.985
Debiti bancari MLT	211	203	195	186	178	178	178	178	178	178
Altri crediti/debiti finanziari MLT	67	47	26	6	-	-	-	-	-	-
Obbligazioni										
Posizione finanziaria netta	7.400	5.078	2.230	(325)	(12.682)	(8.797)	(14.413)	(21.526)	(28.740)	(35.979)
Capitale sociale	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Riserve	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369
Utile del periodo	928	2.513	2.453	2.503	2.615	2.627	2.837	2.944	3.046	3.090
Utili/perdite esercizi precedenti	2.421	3.348	5.861	8.314	10.817	13.432	16.059	18.896	21.840	24.886
Patrimonio netto	3.764	6.277	8.730	11.233	13.848	16.475	19.312	22.256	25.302	28.391

Stato Patrimoniale	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Immobilizzazioni immateriali	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Avviamento												
Immobilizzazioni materiali	35.379	33.305	31.231	29.157	27.084	25.010	22.936	20.862	18.789	15.147	11.884	11.884
Partecipazioni												
Altre attività finanziarie	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Capitale immobilizzato	35.637	33.563	31.489	29.415	27.342	25.268	23.194	21.120	19.047	15.405	12.142	12.142

Stato Patrimoniale	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Crediti commerciali	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	3.752	2.079	-
Debiti commerciali per investimenti	(365)	(365)	(365)	(365)	(365)	(365)	(365)	(365)	(365)	(208)	-	-
Debiti commerciali	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(1.258)	(690)	-
Capitale circolante commerciale (no parti correlate)	2.129	2.286	1.389	-								
Crediti correnti vs parti correlate	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538	3.538
Debiti correnti vs parti correlate												
Crediti/Debiti correnti verso parti correlate	3.538	3.538	3.538	3.538								
Crediti fiscali (IVA)	742	742	742	742	742	742	742	742	742	742	727	822
Altri crediti correnti	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623	2.623
Debiti fiscali	(1.225)	(1.231)	(1.240)	(1.253)	(1.261)	(1.256)	(1.053)	(1.053)	(1.053)	(1.053)	(528)	(0)
Altri debiti correnti	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)	(1.452)
Capitale circolante netto	6.355	6.349	6.340	6.327	6.319	6.324	6.527	6.527	6.527	6.683	6.298	5.532
Altri crediti/debiti > 12 mesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TFR e fondi rischi e oneri	(53.721)	(55.786)	(57.852)	(59.918)	(61.983)	(64.049)	(66.115)	(68.180)	(70.246)	(72.312)	(73.490)	(60.259)
Capitale investito netto	(11.729)	(15.874)	(20.022)	(24.175)	(28.323)	(32.458)	(36.394)	(40.533)	(44.673)	(50.224)	(55.050)	(42.585)
Disponibilità liquide	(32.046)	(36.255)	(40.306)	(44.187)	(49.023)	(54.945)	(60.143)	(65.545)	(70.947)	(77.760)	(83.118)	(70.653)
Cassa vincolata post chiusura	(17.911)	(19.371)	(20.831)	(22.291)	(23.751)	(25.211)	(26.671)	(28.130)	(29.590)	(31.050)	(31.883)	(31.883)
Debiti vs altri soci per dividendi												
Crediti finanziari vs Green LuxCo												
Debiti bancari Nuova Finanza	6.554	4.945	3.138	1.108	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Debiti bancari MLT	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
Altri crediti/debiti finanziari MLT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obbligazioni												
Posizione finanziaria netta	(43.226)	(50.503)	(57.821)	(65.193)	(72.596)	(79.978)	(86.636)	(93.498)	(100.359)	(108.632)	(114.823)	(102.358)
Capitale sociale	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Riserve	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369
Utile del periodo	3.106	3.132	3.170	3.219	3.255	3.247	2.722	2.722	2.722	2.722	1.364	0
Utili/perdite esercizi precedenti	27.976	31.081	34.213	37.383	40.602	43.857	47.104	49.827	52.549	55.271	57.993	59.357
Patrimonio netto	31.497	34.629	37.799	41.018	44.273	47.520	50.242	52.964	55.687	58.409	59.772	59.772

Le voci prevalenti possono essere sintetizzate come segue:

- Immobilizzazioni materiali: la voce accoglie l'evoluzione delle immobilizzazioni tecniche sulla base del piano di investimenti della Società al netto delle quote di ammortamento;
- Crediti e debiti commerciali: il Piano, sulla base dei ricavi e dei costi indicati nel Conto Economico, ha previsto un tempo di incasso e di pagamento di 60 giorni;

- Debiti commerciali per investimenti: il Piano ipotizza di pagare gli investimenti a 45gg; pertanto, circa un decimo degli investimenti realizzati in corso d'anno verranno pagati nell'anno successivo;
- TFR e Fondi rischi e oneri: la voce accoglie il valore dei fondi chiusura e *post* chiusura tenuto conto degli accantonamenti previsti nell'anno come rappresentato in precedenza;
- Cassa vincolata *post* chiusura: la voce accoglie la liquidità vincolata alla copertura degli eventuali fondi *post* chiusura in coerenza con gli accantonamenti di ciascun anno;
- Debiti bancari Nuova Finanza: la voce accoglie il valore dei debiti di cui ai finanziamenti del progetto di ampliamento in ciascun anno al netto della quota rimborsata;
- Patrimonio Netto: il patrimonio netto rimane positivo lungo tutto l'orizzonte di Piano.

5.2.2.2.3. Il piano finanziario

Di seguito si riporta il *Cash flow* previsionale per il periodo 2024-2044 (importi in euro):

Tabella 38: Il *Cash Flow* previsionale di Ecosavona

Rendiconto Finanziario	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBITDA	11.547,0	15.714,9	15.501,2	15.338,8	15.301,2	13.640,2	12.963,1	12.886,5	12.814,5
Imposte correnti e differite	(405,9)	(1.041,4)	(1.010,6)	(1.019,7)	(1.051,8)	(1.083,9)	(1.154,8)	(1.184,7)	(1.213,3)
Variazione del TFR									
Cash out fondi chiusura e post	-	0,0	0,0	(0,0)	-				
Proventi netti da partecipazioni									
Oneri finanziari	(867,4)	(1.276,6)	(1.133,0)	(947,5)	(739,1)	(1.244,0)	(1.054,0)	(840,8)	(638,3)
Perdite su crediti	(71,3)	(146,6)	(144,1)	(143,1)	(142,8)	(127,4)	(129,4)	(129,0)	(128,7)
Utile operativo prima delle variazioni CCN	10.202,3	13.250,4	13.213,5	13.228,4	13.367,5	11.184,9	10.624,9	10.731,9	10.834,2
Aumento/diminuzione delle Rimanenze e dei Lavori in corso									
Aumento/diminuzione crediti vs clienti	(1.120,1)	(679,4)	56,1	14,5	(4,8)	448,4	(80,7)	-	-
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori	110,2	(32,5)	(43,8)	(4,2)	(5,2)	(215,9)	216,6	-	-
Aumento/diminuzione altre attività	752,2	991,3	365,5	4,7	37,5	(80,7)	(237,6)	-	-
Aumento/diminuzione altre passività	562,3	706,8	(49,1)	6,6	32,1	32,1	70,9	29,9	28,6
FLUSSI DI CASSA GENERATI DALL'ATTIVITA' OPERATIVA	10.506,9	14.236,6	13.542,2	13.249,9	13.427,1	11.368,8	10.594,0	10.761,8	10.862,8
Incremento/decremento delle attività materiali	(22.884,9)	(10.695,0)	(10.695,0)	(10.695,0)	-	(16.948,8)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori investimenti	1.331,1	(1.219,0)	-	-	(1.069,5)	1.694,9	(1.330,0)	-	-
Incremento/decremento delle attività immateriali									
Capping definitivo discarica				-	-	-	-	-	-
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO	(21.553,8)	(11.914,0)	(10.695,0)	(10.695,0)	(1.069,5)	(15.253,9)	(4.978,6)	(3.648,6)	(3.648,6)
Aumento di capitale	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Altre variazioni di patrimonio netto									
Dividendi									
Cassa vincolata per post chiusura	(951,9)	(2.012,8)	(2.017,0)	(2.010,5)	(2.015,6)	(1.604,1)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)
Incremento/decremento delle passività finanz esistenti	(28,7)	(28,7)	(28,7)	(28,7)	(14,4)	-	-	-	-
Incremento/decremento delle passività finanz nuove	15.511,0	(1.872,5)	(2.911,9)	(3.271,9)	(3.676,3)	8.644,0	(3.115,1)	(3.990,0)	(2.759,7)
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO:	14.530,5	(3.914,0)	(4.957,6)	(5.311,1)	(5.706,3)	7.039,9	(4.575,0)	(5.449,9)	(4.219,6)
Incremento/decremento disponibilità liquide	3.483,6	(1.591,3)	(2.110,4)	(2.756,2)	(2.665,3)	3.154,8	(1.040,4)	(1.663,4)	(2.994,6)

Rendiconto Finanziario	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cash BoP	10.654,8	14.138,4	12.547,1	10.436,7	7.680,6	14.331,9	17.486,7	18.527,1	20.190,5
Cash EoP	14.138,4	12.547,1	10.436,7	7.680,6	14.331,9	17.486,7	18.527,1	20.190,5	23.185,1

Rendiconto Finanziario	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
EBITDA	12.746,8	12.683,2	12.623,4	12.567,2	12.514,4	12.464,7	12.418,0	11.686,6	11.686,6	11.686,6	11.686,6	6.400,4
Imposte correnti e differite	(1.223,5)	(1.225,4)	(1.230,7)	(1.239,6)	(1.252,6)	(1.261,4)	(1.256,4)	(1.053,4)	(1.053,4)	(1.053,4)	(1.053,4)	(527,7)
Variazione del TFR												
Cash out fondi chiusura e post												
Proventi netti da partecipazioni												
Oneri finanziari	(517,3)	(436,2)	(345,0)	(242,5)	(127,4)	(33,2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Perdite su crediti	(128,3)	(128,0)	(127,7)	(127,5)	(127,2)	(126,9)	(126,7)	(123,0)	(123,0)	(123,0)	(123,0)	(68,2)
Utile operativo prima delle variazioni CCN	10.877,6	10.893,7	10.920,1	10.957,6	11.007,2	11.043,1	11.034,9	10.510,2	10.510,2	10.510,2	10.510,2	5.804,5
Aumento/diminuzione crediti vs clienti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.672,8
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(568,0)
Aumento/diminuzione altre attività	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,7
Aumento/diminuzione altre passività	10,3	1,8	5,3	9,0	13,0	8,8	(5,0)	(203,0)	-	-	-	(525,7)
FLUSSI DI CASSA GENERATI DALL'ATTIVITA' OPERATIVA	10.887,9	10.895,5	10.925,4	10.966,6	11.020,2	11.051,9	11.029,9	10.307,2	10.510,2	10.510,2	10.510,2	6.398,3
Incremento/decremento delle attività materiali	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(2.080,5)	-
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori investimenti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(156,8)	(208,0)
Incremento/decremento delle attività immateriali	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capping definitivo scarica	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(3.648,6)	(2.237,3)	(208,0)
Aumento di capitale	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Altre variazioni di patrimonio netto												
Dividendi												
Cassa vincolata per post chiusura	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(832,4)
Incremento/decremento delle passività finanz esistenti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Incremento/decremento delle passività finanz nuove	(1.274,0)	(1.431,5)	(1.608,4)	(1.807,2)	(2.030,5)	(1.107,5)	-	-	-	-	-	-
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO:	(2.733,9)	(2.891,3)	(3.068,3)	(3.267,0)	(3.490,4)	(2.567,4)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(1.459,9)	(832,4)
Incremento/decremento disponibilità liquide	4.505,4	4.355,6	4.208,5	4.051,0	3.881,2	4.836,0	5.921,5	5.198,7	5.401,8	5.401,8	6.813,0	5.357,8
Cash BoP	23.185,1	27.690,6	32.046,2	36.254,7	40.305,7	44.186,9	49.022,9	54.944,4	60.143,1	65.544,8	70.946,6	77.759,7
Cash EoP	27.690,6	32.046,2	36.254,7	40.305,7	44.186,9	49.022,9	54.944,4	60.143,1	65.544,8	70.946,6	77.759,7	83.117,5

Il *cash flow* della gestione presentato all'interno del Piano per il periodo 2024 - 2044, coerentemente con le previsioni di carattere economico e patrimoniale, evidenzia il fabbisogno o la generazione di liquidità del periodo derivante dalla gestione dell'attività e dal correlato rimborso dei debiti.



Il Piano aggiornato presenta elementi di coerenza interna ed esterna, essendo in linea con i documenti autorizzativi di riferimento e/o con i dati storici, come risulta anche dall'Asseverazione rilasciata da UHY Audinet S.r.l. in data 26.01.2024.

5.2.2.3. Il piano economico e finanziario in ipotesi di interruzione dell'attività

La società, muovendo dal Piano Aggiornato per il periodo 2024-2044, ha sviluppato e fornito allo scrivente il Piano economico e finanziario aggiornato anche in ipotesi di interruzione dell'attività nel 2026.

In particolare:

Tabella 39: Conto Economico Previsionale con interruzione al 2026

Conto Economico Previsionale	2024	2025	2026
Ricavi Smal Urbano SV	7.620,50	7.607,90	7.311,70
Ricavi Urbano AMIU	3.121,90	-	-
Ricavi Urbano Imperia	5.561,20	3.215,10	-
Ricavi conferimenti diretti discarica	4.730,80	14.287,50	17.462,50
Totale ricavi smaltimento	21.034,40	25.110,60	24.774,20
<i>€/tn</i>	<i>142</i>	<i>152,3</i>	<i>154,3</i>
Totale altri ricavi ecotassa	2.221,60	2.473,50	2.409,00
Totale ricavi vendite			
Altri ricavi diversi	-	-	-
Ricavi vendita energia biogas	1.850,30	1.739,20	1.634,90
Altri ricavi diversi	1.850,30	1.739,20	1.634,90
Totale ricavi	25.106,30	29.323,30	28.818,10
Aggi	-296,2	-329,8	-321,2
Ecotassa	-2.221,60	-2.473,50	-2.409,00
Royalties	-1.610,00	-1.610,00	-1.610,00
Aggi / Ecotassa / Royalties	-4.127,90	-4.413,30	-4.340,20
Servizi Subappaltati	-1.000,00	-1.072	-1.044
Costo operativo veicoli	-344,2	-304	-304
Costo smaltimento terzi	-885,9	-542,7	-366,6
Costo analisi AIA	-147,9	-120	-120
Costo analisi per omologhe	-60	-120	-120
Costi diretti variabili	-2.451,90	-2.158,50	-1.954,50
Margine di Contribuzione	18.526,60	22.751,50	22.523,40
<i>% su ricavi</i>	<i>73,80%</i>	<i>77,60%</i>	<i>78,20%</i>
Manutenzione veicoli	-249,9	-180	-180
Manutenzione impianto	-416,8	-210	-210
Manutenzione discarica	-264,4	-426	-426

Conto Economico Previsionale	2024	2025	2026
Smaltimento percolato	-914,6	-1.380,00	-1.380,00
Assicurazioni impianto	-106,6	-30	-30
Spese fidejussioni assicurative	-180,8	-100	-100
Utenze	-149,9	-145	-145
Costo personale	-2.734,60	-2.660,00	-2.660,00
Acquisti materiali	-307,6	-355	-355
Costi per la sicurezza	-71,6	-100	-100
Costi diretti fissi	-5.881,30	-6.028,20	-6.028,20
Margine Industriale	12.645,20	16.723,20	16.495,10
<i>% su ricavi</i>	<i>50,40%</i>	<i>57,00%</i>	<i>57,20%</i>
Costi indiretti fissi	-1.098,20	-1.008,30	-993,9
Totale costi	-13.559,30	-13.608,40	-13.316,90
EBITDA	11.547,00	15.714,90	15.501,20
<i>% su ricavi</i>	<i>46,00%</i>	<i>53,60%</i>	<i>53,80%</i>
Accantonamento chiusura	-1.946,80	-835,3	-837
Accantonamento post chiusura	-951,9	-2.012,80	-2.017,00
Accantonamento fondo sval. cred e rischi	-	-	-
Ammortamento discarica	-6.025,40	-7.148,30	-7.163,40
Ammortamento impianto	-350,5	-741,3	-742,8
Ammortamento Cespiti esistenti	-	-	-
Accantonamento svalutazione crediti	-71,3	-146,6	-144,1
Totale acc.ti e amm.ti	-9.345,90	-10.884,30	-10.904,30
EBIT	2.201,10	4.830,70	4.596,90
<i>% su ricavi</i>		<i>16,50%</i>	<i>16,00%</i>
Interessi	-867,4	-1.276,60	-1.133,00
Proventi (oneri) finanziari IC			
Spese bancarie			
Totale proventi/oneri finanziari	-867,4	-1.276,60	-1.133,00
EBT	1.333,70	3.554,10	3.463,80
<i>% su ricavi</i>		<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
Imposte	-405,9	-1.041,40	-1.010,60
Risultato netto	927,8	2.512,70	2.453,20

Tabella 40: Il *Cash Flow* Previsionale con interruzione al 2026

Rendiconto Finanziario	2024	2025	2026	2027
EBITDA	11.547,00	15.714,90	15.501,20	-
Imposte correnti e differite	-405,9	-1.041,40	-1.010,60	125,5
Variazione del TFR				
Cash out fondi chiusura e post	-	0	0	-
Proventi netti da partecipazioni				
Oneri finanziari	-867,4	-1.276,60	-1.133,00	-522,8
Perdite su crediti	-71,3	-146,6	-144,1	-
Utile operativo prima delle variazioni CCN	10.202,30	13.250,40	13.213,50	-397,4
Aumento/diminuzione crediti vs clienti	-1.120,10	-679,4	56,1	4.129,00
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori	110,2	-32,5	-43,8	-1.266,80
Aumento/diminuzione altre attività	752,2	991,3	365,5	-356,6
Aumento/diminuzione altre passività	562,3	706,8	-49,1	-1.013,20
FLUSSI DI CASSA GENERATI DALL'ATTIVITA' OPERATIVA	10.506,90	14.236,60	13.542,20	1.095,10
Incremento/decremento delle attività materiali	-22.884,90	-10.695,00	-10.695,00	57.990,00
Aumento/diminuzione debiti vs fornitori investimenti	1.331,10	-1.219,00	-	-
Incremento/decremento delle attività immateriali				
Capping definitivo discarica				-
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO	-21.553,80	-11.914,00	-10.695,00	57.990,00
Aumento di capitale	-	-	-	-
Altre variazioni di patrimonio netto				
Dividendi				
Cassa vincolata per post chiusura	-951,9	-2.012,80	-2.017,00	-
Incremento/decremento delle passività finanz esistenti	-28,7	-28,7	-28,7	-28,7
Incremento/decremento delle passività finanz nuove	15.511,00	-1.872,50	-2.911,90	-17.428,00
FLUSSI DI CASSA DALL'ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO:	14.530,50	-3.914,00	-4.957,60	-17.456,70
Incremento/decremento disponibilità liquide	3.483,60	-1.591,30	-2.110,40	41.628,40
Cash BoP	10.654,80	14.138,40	12.547,10	10.436,70
Cash EoP	14.138,40	12.547,10	10.436,70	52.065,20

In tale ipotesi, i flussi economici sono i medesimi di quelli previsti nel Piano aggiornato, ma, evidentemente, si interrompono nel 2026; quanto ai flussi finanziari, nell'anno di interruzione è previsto un *cash in* pari alla copertura dell'investimento dell'anno, oltre alle somme che la società prevede di incassare dal nuovo gestore.

In particolare, come già illustrato, Ecosavona assume di aver diritto di ricevere dal soggetto subentrante un importo pari (i) al valore residuo al netto degli ammortamenti dei cespiti realizzati, ivi compresi i terreni sui quali insisterà la nuova discarica e (ii) al valore di avviamento rappresentativo di quanto sviluppato fino al 2026 (dal 1992) da Ecosavona. Le componenti di cui al punto *sub i)* e *sub ii)* sono state determinate da Sinloc, come sintetizzato di seguito:

Tabella 41: Valore dell'Indennizzo stimato da Sinloc in caso di interruzione al 31.12.2026

Descrizione	Importi da stima Sinloc
AVVIAMENTO	30.000
PREZZO RISCATTO CHIUSURA	42.685
Totale	72.685

Si ribadisce che si tratta di elementi di natura negoziale, che si assumono come “dati” ai fini della Perizia.



5.2.2.4. La stima del capitale economico di Ecosavona S.r.l.

5.2.2.4.1. La scelta della metodologia valutativa utilizzata per Ecosavona S.r.l.

Alla luce di quanto sinora rilevato, ai fini della stima del valore economico di ES, è stato ritenuto opportuno utilizzare il metodo reddituale complesso fondato su flussi *unlevered* (EBIT). Tale criterio, infatti, è unanimemente considerato dalla dottrina dotato di elevata consistenza teorica, permettendo di valutare il complesso aziendale oggetto di stima sulla base della redditività che esso sarà presumibilmente in grado di realizzare in futuro.

Pertanto, tale metodologia consente di cogliere a pieno il valore economico di Ecosavona, in considerazione del mercato nel quale opera, del relativo *trend* e dell'impostazione del modello di Piano.

Pertanto, il valore economico di ES è stato calcolato sul fondamento della seguente formula:

$$WR = \left[\sum_{t=1}^n RO_t(1 + wacc)^{-t} + \frac{RON(1 + g)}{wacc - g} (1 + wacc)^{-n} \right] + /- PFN$$

dove:

WR è il valore economico dell'azienda;

RO_t è il valore dei redditi operativi futuri che l'azienda sarà verosimilmente in grado di produrre (per gli anni t di previsione esplicita). Ai fini della stima, sono attualizzati puntualmente i primi 5 anni;

RON è il reddito operativo atteso costante di lungo periodo (cioè, dopo il periodo di previsione esplicita);

$\frac{RON(1+g)}{wacc-g} (1 + wacc)^{-n}$ è il valore finale (valore attuale della *perpetuity*);

$wacc$ è il tasso di attualizzazione;

g è il tasso atteso di crescita dei redditi operativi nel medio - lungo periodo;

n è l'orizzonte temporale di riferimento della stima;

PFN è la posizione finanziaria netta.

Come già evidenziato, la Perizia, coerentemente con lo stato dei fatti e dell'*iter* autorizzativo, prevede l'interruzione dell'attività di Ecosavona nel 2026. In tale prospettiva, non è stata calcolata alcuna *perpetuity*, ma è stata effettuata l'attualizzazione dei redditi operativi per il periodo di previsione esplicita (2023⁸ - 2026) nonché l'attualizzazione dell'Indennizzo da incassare nel 2027 da Ecosavona.

Nel prosieguo, si provvederà a indicare e/o determinare:

⁸ Per la quota parte del periodo 30.9.2023-31.12.2023.

- i flussi di reddito attesi dal 2023⁹ al 2026 e il valore dell'Indennizzo;
- il tasso di attualizzazione;
- il valore attuale dei flussi attesi e dell'Indennizzo.

5.2.2.4.2. La determinazione dei redditi (EBIT) da attualizzare

Come è noto, i flussi finanziari attesi possono essere calcolati mediante quattro differenti tecniche:

1. metodo dei risultati storici;
2. metodo di proiezione dei risultati storici;
3. metodo dei risultati programmati;
4. metodo dell'innovazione.

Nel caso di specie, lo scrivente – avendo a disposizione il piano economico finanziario della società - ha ritenuto opportuno adottare la tecnica di stima fondata sul “metodo dei risultati programmati”; pertanto, per il periodo 2023¹⁰ – 2026 si è fatto riferimento ai flussi di reddito *unlevered* (EBIT) puntualmente stimati nell'ambito del citato Piano e riportati di seguito:

Tabella 42: Il reddito lordo considerato ai fini della stima

Descrizione (€/euro)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Reddito lordo (EBIT)	-70 ¹¹	2.201	4.831	4.597

Inoltre, nella Perizia si è tenuto conto del fatto che nel 2027 Ecosavona incasserà un importo pari all'Indennizzo stimato da Sinloc. Anche tale importo è stato oggetto di attualizzazione e sommato al valore attuale dei flussi operativi.

Ai fini della stima si assume: i) che l'Indennizzo verrà riconosciuto entro il 30.06.2027; ii) sull'importo riconosciuto graverebbe un'imposizione fiscale almeno pari all'IRES del 24% e all'IRAP applicata nella Regione Liguria per l'attività di Ecosavona (4,20%).

In estrema sintesi, ai fini della Perizia, si assume che nel 2027 Ecosavona potrà ottenere le seguenti somme da attualizzare:

Tabella 43: Il valore eventualmente riconoscibile dal nuovo aggiudicatario a Ecosavona utilizzato ai fini della stima in ipotesi di interruzione nel 2026

Componenti riconosciute	Importi da stima Sinloc	Imposizione fiscale	Importo netto al 30/06/2027
AVVIAMENTO	30.000	8.158	21.842
PREZZO RISCATTO CHIUSURA	42.685	11.607	31.078
Totale	72.685	19.765	52.920

⁹ Per la quota parte del periodo 30.09.2023-31.12.2023.

¹⁰ Per la quota parte del periodo 30.09.2023-31.12.2023.

¹¹ La stima si riferisce alla data del 30.9.2023; in tale prospettiva, il flusso di EBIT risultante dal Piano relativamente all'anno 2023 (negativo per - euro 280 mila euro) è stato considerato per 3/12 (euro 70 mila).

5.2.2.4.3. Il tasso di attualizzazione

In ragione del principio della coerenza tra tassi e flussi, avendo preso a riferimento nel caso di specie i c.d. *flussi unlevered* (i.e. redditi operativi), il tasso di sconto con il quale procedere all'attualizzazione dei flussi per il periodo 2023¹² - 2026 è il "costo medio ponderato del capitale" (*wacc*).

La formula di determinazione del "*wacc*" più diffusa nella prassi valutativa è la seguente:

$$wacc = \frac{E}{E+D} K_e + \frac{D}{E+D} K_d (1 - T_c)$$

dove:

- *wacc* è il costo medio ponderato del capitale;
- K_e è il costo del capitale proprio;
- K_d è il costo dei debiti finanziari;
- $E/(E+D)$ e $D/(E+D)$ rappresentano rispettivamente il "peso" del capitale proprio e dei debiti finanziari sul valore delle attività aziendali;
- T_c è l'aliquota marginale d'imposta.

Il primo parametro da calcolare è, pertanto, K_e , ossia il costo del capitale proprio (o saggio di congrua remunerazione del capitale proprio), che è stato stimato mediante uno dei metodi maggiormente diffusi nella prassi valutativa: il cosiddetto metodo del "*build up approach*", per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$k_e = \underbrace{R_f}_{RFR} + \underbrace{(R_M - R_f)}_{\substack{MRP \\ ERP}} \beta$$

dove:

- R_f è il *risk free rate* (saggio di interesse privo di rischio, inteso quale compenso per il puro investimento), già stimato in precedenza;
- $(R_M - R_f)$ è il premio per il rischio di mercato (*MRP*), misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio;
- β è il coefficiente di "volatilità" o rischio sistematico e rappresenta una misura della rischiosità dell'impresa analizzata rispetto al rischio di mercato (sul punto, in caso di aziende non quotate sul mercato mobiliare, si può fare riferimento anche al beta di settore o *industry beta*);

¹² Per la quota parte relativa al periodo 20.09.2023-31.12.2023.

$(R_M - R_f)\beta$ è il premio per il rischio complessivo del capitale proprio rispetto al tasso d'interesse privo di rischio (ERP-*Equity Risk Premium*).

Alla luce della struttura del Piano e del fatto che non tiene conto dell'inflazione attesa, si è ritenuto opportuno stimare il *risk free rate* reale (R_f): in particolare, è stato fatto riferimento alla media tra il rendimento medio dei titoli di Stato¹³ del 2022 (1,71%) e quello del 2023 (3,76%). Pertanto, il R_f nominale, al netto dell'aliquota fiscale del 12,50%, è risultato pari al 2,39%.

Considerando un'inflazione attesa del 2%¹⁴, mediante la formula di Fisher è stato determinato un R_f reale dello 0,39%.

Il premio per il rischio (ERP) è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). In termini di rischiosità, il CAPM postula che il rischio totale di un'impresa è scindibile in una componente specifica e in una componente di origine macroeconomica non diversificabile (rischio sistematico).

Il premio per il rischio, stimato con la tecnica del CAPM, come precedentemente illustrato si determina mediante la seguente relazione algebrica:

$$ERP = \underbrace{(R_M - R_f)}_{\substack{MRP \\ ERP}} \beta$$

Nel caso di specie, il dato relativo al coefficiente *beta* è stato fatto pari al *beta* relativo al settore di riferimento dell'Azienda, ossia "*Environmental & Waste Services*" *unlevered* pari a 0,89 (Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Il premio per il rischio di mercato ($R_M - R_f$) è stato fissato nella misura del 7,81% (Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Ne consegue che il premio per il rischio (ERP), calcolato con la tecnica del *Capital Asset Pricing Model*, risulta essere pari a 6,31% ossia:

$$ERP = 0,89 \times (7,81\%) = 6,95\%$$

Alla luce di quanto sopra, il tasso di congrua remunerazione (K_e) è risultato pari a 7,34%, ossia:

$$K_e = 0,39\% + 6,95\% = 7,34\%$$

Gli altri parametri da determinare sono costituiti dal costo del capitale di credito (K_d) e dai "pesi" da assegnare al tasso di congrua remunerazione (K_e) e al saggio di interesse (K_d): $E/(E+D)$ e $D/(E+D)$.

¹³ Fonte: www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse.

¹⁴ Fonte: Previsioni BCE.

Il costo del capitale di credito (k_d), al netto dello scudo fiscale sui flussi operativi è stato fatto pari a quello medio di Ecosavona, tenuto conto della struttura finanziaria del Piano, al netto dello scudo fiscale del 24% (4,7%¹⁵) (Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Anche ai fini della stima dei “pesi” da assegnare al tasso di congrua remunerazione (K) e al saggio di interesse (K_d): $E/(E+D)$ e $D/(E+D)$, lo scrivente ha ritenuto opportuno fare riferimento alla composizione media delle fonti di finanziamento del Piano. Ne risulta che il valore attribuito ai pesi in parola è, rispettivamente, pari all’ 80% e al 20%.

Alla luce di quanto sin qui osservato, il **costo medio ponderato del capitale (wacc)** è pari al **6,81%**.

Nella stima del valore attuale dell’Indennizzo, è stato impiegato il tasso *risk free* pari al 2,40%¹⁶, e non il wacc, in considerazione del fatto che il valore da attualizzare non discende dalla realizzazione di un progetto industriale/finanziario. In altri termini, l’esigenza è quella di riesprimere in valore corrente alla data di stima un importo esogeno di natura negoziale.

5.2.2.4.4. Il valore attuale dei redditi operativi attesi sino al 2026 e il valore attuale dell’Indennizzo

In applicazione dell’algoritmo valutativo riportato in precedenza¹⁷, occorre procedere all’attualizzazione dei flussi annuali prospettici mediante il relativo tasso calcolato nel paragrafo precedente (wacc = 6,81%) nonché all’attualizzazione dell’Indennizzo (nelle due componenti di avviamento e di prezzo di riscatto), mediante il *risk free rate* (2,40%)

Alla luce di tale stima, il valore attuale complessivo dei redditi operativi attesi dal 2023 al 2026 e dell’Indennizzo al 2027 risulta pari a **euro 58.253 mila**, come riportato nella seguente tabella:

Tabella 44: Il valore attuale dei redditi operativi sino al 2026 e dell’Indennizzo

Valore attuale del reddito lordo (€/000)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	30/06/2027	30/06/2027
Reddito lordo ¹⁸	-70	2.201	4.831	4.597	21.842	31.078
Coefficiente attualizzazione	0,9835	0,9207	0,8620	0,8070	0,9150	0,9150
Redditi attesi attualizzati	-69	2.027	4.164	3.710	19.985	28.436
Redditi attesi cumulati	(69)	1.958	6.122	9.832	29.817	58.253

5.2.2.4.5. Il Valore Economico di Ecosavona

Alla data del 30.09.2023, il valore del capitale economico di Ecosavona S.r.l., calcolato con il metodo reddituale complesso, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle

¹⁵ 6,19%*(1-24%).

¹⁶ Tale tasso è stato fatto pari al valore medio del rendimento dei BTP a 3 anni del 2022 (1,91%) e quello del 2023 (3,57%) al netto dell’aliquota fiscale del 12,50%.

¹⁷ $WR = \left[\sum_{t=1}^n RO_t(1+wacc)^{-t} + \frac{RO_n(1+g)}{wacc-g}(1+wacc)^{-n} \right] +/- PFN$

¹⁸ La stima si riferisce alla data del 30.9.2023; in tale prospettiva, il flusso di EBIT risultante dal Piano relativamente all’anno 2023 (negativo per - euro 280 mila euro) è stato considerato per 3/12 (euro 70 mila).

ipotesi e limitazioni menzionate nella Perizia, è pari a euro **61.900 mila**, come risulta dalla seguente tabella (importi in euro):

Tabella 45: Il valore economico di Ecosavona

Valore Economico di Ecosavona	€/000
EV	58.253
PFN ¹⁹	3.647
W di Ecosavona	61.900

5.2.2.5. Il Valore Economico della quota di partecipazione (70%) detenuta da GL in Ecosavona

Il valore della partecipazione del 70% che GL detiene in ES è pari a euro 43.330 mila (euro 61.900 mila x 70%).

Tuttavia, ai fini della Perizia Giurata, la partecipazione del 70% non può essere assunta nella sua semplice proporzionalità, ma deve essere riconvertita in percentuale idonea a inglobare il maggior valore presente, per concorde prassi e dottrina, in una quota (di maggioranza) che consente di detenere il controllo della società.

“Nella prassi valutativa sono regolarmente riconosciuti «premi di controllo» (o di maggioranza, a seconda della configurazione del pacchetto di azioni o quote trasferite) al valore di partecipazioni che assicurano il controllo della società, cioè l'esercizio di quelle facoltà e poteri necessari per assumere, attraverso l'Assemblea dei soci, le decisioni fondamentali per la conduzione dell'azienda”²⁰

Rifacendosi alla migliore letteratura²¹, si ha che al 70% del capitale sociale di ES corrisponde in proporzione circa il 79% di valore di capitale economico, ne deriva dunque un valore economico della partecipazione di GL in ES pari a euro 48.901 mila (euro 61.900 mila x 79%).

5.2.2.6. Il valore corrente delle immobilizzazioni finanziarie di Green Luxco

In considerazione delle stime operate nel paragrafo precedente, ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato di GL, occorre apportare una rettifica positiva (euro 42.501 mila) al valore contabile della partecipazione al capitale sociale di Ecosavona (euro 6.400.000), come dettagliato di seguito:

¹⁹ È il valore della posizione finanziaria netta al 2023 come stimata nel Piano.

²⁰ Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione. Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze.

²¹ G. Zanda et al., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005, p. 456.

Tabella 46: Rettifica al valore delle immobilizzazioni finanziarie di GL

Rettifica al valore delle immobilizzazioni finanziarie di GL (€/000)	Valore contabile al 30/9/2023	Rettifica positiva	Valore corrente
Immobilizzazioni Finanziarie di GL	6.400	42.501	48.901

5.2.3. Il valore economico di Green Luxco Capital pari al patrimonio netto rettificato

Sulla base dei calcoli sopra riportati, il valore economico di Green Luxco Capital alla data del 30.09.2023, stimato mediante il metodo patrimoniale, è pari al patrimonio netto rettificato (K'), ossia pari a euro 46.817.430, come riportato di seguito:

Tabella 47: Valore economico di Green Luxco Capital

Valore economico di Green Luxco Capital	Scenario Interruzione al 2026
PATRIMONIO NETTO GL	2.408.157
+ Rettifiche Pos. Imm.ni Fin.rie (Partecipazione Ecosavona)	42.500.793
+ Rettifiche Positive Debiti	1.917.860
- Rettifiche Neg. Imm.ni Imm.li	9.380
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO GL = Valore economico di GL	46.817.430



6. IL VALORE DELLA QUOTA DEL 50,1% DI GREEN LUXCO CAPITAL

Alla luce delle stime operate nel paragrafo precedente, il valore economico del 50,1% di GL è pari a euro 23.455.533, come dettagliato di seguito:

Tabella 48: Il valore economico della quota del 50,1% di GL

Valore economico della quota del 50,1% di GL (importi in euro)	Valore economico di GL (A)	Quota oggetto di valutazione (B)	Valore economico della quota (A×B)
Valore economico nello scenario di interruzione dell'attività nel 2026	46.817.430	50,1%	23.455.533

Anche in tale caso, trattandosi di una quota di controllo, a parere di chi scrive il 50,1% di GL potrebbe non essere assunto nella sua semplice proporzionalità, ma riconvertito per tener conto del c.d. premio di maggioranza.

Tuttavia, ai fini dell'individuazione del premio di maggioranza confacente al caso di specie, occorre avere riguardo, oltre che alla dottrina indicata in precedenza, anche alle precipe previsioni dello Statuto di Green Luxco.

In particolare, l'art. 8 dello Statuto disciplina le cosiddette "Materie Riservate", le quali vengono approvate con la "Maggioranza Superata"; ossia, esclusivamente con il voto favorevole degli azionisti che rappresentano il 70% dell'importo totale del capitale sociale, in luogo della maggioranza semplice del capitale sociale. Tali "Materie Riservate" sono:

- i) decisione di fusione, scissione, trasformazione e "scissione" della Società, compresa la costituzione di società controllate al 100%;
- ii) la cessione e/o l'acquisizione e l'affitto di azienda, o ramo di affari (di qualunque natura), beni o azioni, ad eccezione di Liquidazione di beni aziendali ai sensi dell'art. 20;
- iii) decisione di scioglimento o di liquidazione volontaria della Società e nomina di uno o più liquidatori;
- iv) la decisione di non distribuire dividendi, a specifiche condizioni;
- v) decisione di aumento di capitale sociale;
- vi) decisione di creazione di nuove categorie di azioni o strumenti partecipativi (quasi *equity*);
- vii) decisione in merito alla remunerazione degli amministratori e alla revoca dell'intero Consiglio di amministrazione;
- viii) decisioni riguardanti qualsiasi modifica o definizione della Società.

Inoltre, l'art. 10.1 dello Statuto di GL prevede che le c.d. "Board reserved matters" vengano approvate esclusivamente con il voto favorevole di almeno un amministratore della Lista A (ossia di un amministratore espressione del socio di minoranza)²² e non con la maggioranza dei voti degli amministratori presenti alla riunione del Consiglio di amministrazione. I "Board reserved matters" sono:

²² Cfr. Art. 9 dello Statuto.

- i) decisione di fusione, scissione, trasformazione e “scissione” della Società, compresa la costituzione di società controllate al 100%;
- ii) proposta di scioglimento e liquidazione volontaria, salvo quanto diversamente previsto dalla normativa applicabile e nomina di uno o più liquidatori;
- iii) proposta di eventuale acquisizione e/o cessione e/o locazione di qualsiasi azienda, o ramo d'azienda (di qualunque natura), beni, azioni; fatta eccezione per la liquidazione del patrimonio aziendale di cui all'art. 20, che sarà approvata secondo le disposizioni dell'articolo 20;
- iv) proposta di non distribuzione di dividendi, salvo casi specifici;
- v) aumento del capitale sociale;
- vi) emissione di obbligazioni, obbligazioni e cambiali, compresa l'assunzione di prestiti di qualsiasi tipo e la concessione di eventuali interessi di garanzia;
- vii) proposta di creazione di nuove categorie di azioni o strumenti partecipativi;
- viii) cumulo di spese superiori all'importo di euro 50.000,00 in un anno;
- ix) concedere finanziamenti o concedere crediti superiori ad euro 50.000,00 (cinquanta migliaia di euro) su base annua cumulata;
- x) la concessione di garanzie (anche patronati) o indennizzi sull'importo di euro 50.000 (cinquemila) per singola operazione ed oltre l'importo di euro 100.000 (cinquantamila euro), su base annua cumulata;
- xi) esercizio di ogni e qualsiasi diritto amministrativo connesso alla titolarità delle azioni direttamente possedute, fatti i salvi i casi specificati nello Statuto stesso.

Alla luce di tali elementi che limitano il potere di controllo del 50,1% del capitale sociale, considerata la finalità della Perizia, si ritiene prudenzialmente di **non** dover computare alcun premio di maggioranza in questa sede, ancorché l'eventuale sua applicazione possa essere considerata scientificamente fondata; talché **il valore economico della quota del 50,1% del capitale sociale di GL è pari a euro 23.455.533.**

7. VALUTAZIONE DELLA QUOTA DEL 50,1% DI GL NELLO SCENARIO ALTERNATIVO DI CONTINUITÀ

La Perizia, coerentemente con lo stato attuale dei fatti e tenuto conto dell'*iter* autorizzativo in corso, ai fini della stima del capitale economico di Ecosavona e conseguentemente della quota del 50,1% di GL, è stata fondata sul presupposto che al 31.12.2026 ES cessi l'attività, venendo meno la gestione della Discarica del Boscaccio, e che nel 2027 riscuota un Indennizzo pari alla somma del valore residuo al netto degli ammortamenti dei cespiti realizzati, ivi compresi i terreni sui quali insisterà la nuova discarica (*i.e.* prezzo di riscatto) e del valore di avviamento rappresentativo di quanto sviluppato fino al 2026.

Tuttavia, la Società ha valutato la possibilità di poter risultare aggiudicataria della gara che la Regione Liguria potrà bandire per la gestione della Discarica del Boscaccio dal 2027 al 2044; pertanto, come rappresentato in precedenza, è stato fornito allo scrivente il Piano Economico Finanziario e patrimoniale di Ecosavona per il periodo 2024 - 2044.

In tale prospettiva, il sottoscritto, per completezza di analisi ha ritenuto opportuno stimare il valore economico di Ecosavona in caso di prosecuzione dell'attività sino al 2044, impiegando il medesimo metodo valutativo utilizzato in precedenza (*i.e.* metodo reddituale *unlevered*).

In tale ipotesi lo scrivente è addivenuto a stimare il valore economico della quota del 70% di Ecosavona in euro 51.405 mila sulla base di quanto segue:

- sono stati attualizzati i redditi operativi prospettici (EBIT) come risultanti dal Piano Economico Finanziario rilasciato dalla società e oggetto di asseverazione da parte di UHY Audinet S.r.l., come dettagliati di seguito:

Tabella 49: Il reddito lordo come risultante dal Piano Aggiornato

Descrizione (€ / euro)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033
Reddito lordo (EBIT)	-70	2.201	4.831	4.597	4.470	4.406	4.955	5.046	4.969	4.898	4.830

Descrizione (in euro)	31/12/2034	31/12/2035	31/12/2036	31/12/2037	31/12/2038	31/12/2039	31/12/2040	31/12/2041	31/12/2042	31/12/2043	31/12/2044
Reddito lordo (EBIT)	4.767	4.708	4.652	4.599	4.550	4.503	3.776	3.776	3.776	3.776	1.891

- è stato impiegato il tasso *wacc* del 6,81% stimato in precedenza;
- è stata effettuata un'attualizzazione puntuale per i primi cinque anni di piano (2023²³ - 2028), laddove per il periodo successivo, pur avendo a disposizione il Piano che effettua una previsione puntuale dei flussi sino al 2044, tenuto conto dell'ampiezza dell'orizzonte temporale, dell'aleatorietà degli eventi futuri e della possibilità che la Concessione e/o una qualsivoglia attività di Ecosavona prosegua anche dopo il 2044, è stata stimata una *perpetuity* (*terminal value*). Pertanto, è stato ipotizzato che a partire dal 2029, il reddito generato dalla società sia almeno pari alla media dei flussi puntuali di Piano per il periodo 2029 - 2044 (euro 4.342 mila). Prudenzialmente non è stato stimato alcun saggio di crescita atteso (*g*). Di seguito si riportano i risultati dell'attualizzazione puntuale dei flussi e della *perpetuity*:

²³ Per la quota parte relativa al periodo 30.09.2023 - 31.12.2023).

Tabella 50: Il valore attuale dei redditi operativi per il primo quinquennio

Valore attuale del reddito lordo (euro/000)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
Reddito lordo	-70	2.201	4.831	4.597	4.470	4.406
Coefficiente attualizzazione	0,9835	0,9207	0,8620	0,8070	0,7556	0,7073
Redditi attesi attualizzati	-69	2.027	4.164	3.710	3.377	3.116
Redditi attesi cumulati	(69)	1.958	6.122	9.832	13.209	16.325

Tabella 51: Il valore attuale dei redditi operativi per il primo quinquennio

VALORE DELLA PERPETUITY (€/000)	
Flusso atteso dal 2029	4.342
Tasso di attualizzazione	6,81%
Tasso di crescita (g)	0%
<i>Perpetuity (T.V.)</i>	45.098

- la PFN è stata fatta pari all'importo risultante dal Piano (euro 3.647 mila);
- il valore del capitale economico di Ecosavona in ipotesi di prosecuzione dell'attività è risultato pari a euro 65.069 mila. In dettaglio:

Tabella 52: Valore Economico di Ecosavona in continuità

Valore Economico di Ecosavona in continuità	€/000
Flussi cumulati (A)	16.325
<i>Perpetuity (T.V.) (B)</i>	45.098
EV (A+B)	61.423
PFN	3.647
W di Ecosavona	65.069

- alla quota del 70% di capitale sociale di Ecosavona, tenuto conto del premio di maggioranza, corrisponde secondo la migliore dottrina sul tema, il 79% del valore del capitale economico, ne deriva dunque un valore della partecipazione di GL in ES in ipotesi di prosecuzione dell'attività di euro 51.405 mila (euro 65.069 mila × 79%).

Alla luce del valore economico della quota della partecipazione in ES, il valore economico di Green Luxco, in ipotesi di prosecuzione dell'attività da parte della partecipata, risulta pari a euro 49.321.474, come riportato di seguito:



Tabella 53: Valore economico di Green Luxco Capital al 30.09.2023 in ipotesi di continuità di Ecosavona

Valore economico di Green Luxco Capital	Scenario continuità
PATRIMONIO NETTO GL	2.408.157
+ Rettifiche Pos. Imm.ni Fin.rie (Partecipazione Ecosavona)	45.004.836
+ Rettifiche Positive Debiti	1.917.860
- Rettifiche Neg. Imm.ni Imm.li	9.380
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO GL = Valore economico di GL	49.321.474

In tale prospettiva, il valore economico della quota del 50,1% del capitale sociale di GL, in ipotesi di continuazione dell'attività, è pari a **euro 24.710.058** (euro 49.321.474 × 50,1%).

8. LA CONGRUITÀ DEL VALORE DELLA QUOTA RISPETTO AL PREZZO

È stato comunicato allo scrivente che la cessione della quota del 50,1% di GL potrebbe intervenire al prezzo di **euro 23 milioni**.

Tale importo può certamente essere considerato congruo, poiché dalla stima è emerso che il valore economico della quota valutato dallo scrivente in **euro 23.455.533** è superiore al predetto prezzo.

Peraltro, la congruità è viepiù confermata dal fatto che il prezzo è inferiore anche al valore economico della quota del 50,1% di GL stimato in ipotesi di prosecuzione dell'attività da parte di Ecosavona almeno fino al 2044 (euro 24.710.058).



9. CONCLUSIONI

È stato conferito allo scrivente, Prof. Alberto Dello Strologo, Docente di Economia Aziendale nell'Università degli Studi Roma Tre, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 7558 e al Registro dei Revisori Legali al n. 125240, con procedimento del 7.05.2002, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 36, l'incarico di redigere una relazione di stima del valore economico – alla data del 30.09.2023 della quota rappresentante il 50,1% del capitale di Green LuxCo SA di detta società da parte di Fintech BV a favore di Innovatec S.p.A.

Inoltre, è stato richiesto al sottoscritto di attestare la congruità del prezzo che potrà essere corrisposto da Innovatec per tale quota, rispetto al suo valore economico.

Rinviando al corpo della Perizia per qualsivoglia approfondimento, si precisa quanto segue:

- il valore economico di Green Luxco è stato stimato mediante il metodo patrimoniale semplice, talché si è reso necessario stimare il valore del patrimonio netto rettificato della Società apportando le opportune rettifiche (negative e positive) al valore del patrimonio netto contabile;
- le voci per le quali è stato necessario apportare rettifiche al valore contabile riguardano le immobilizzazioni immateriali, quelle finanziarie e i debiti;
- in particolare, le immobilizzazioni finanziarie attengono alla partecipazione del 70% al capitale sociale di Ecosavona S.r.l.

Ai fini dell'individuazione del relativo valore economico, è stato impiegato il metodo reddituale complesso *unlevered*, che si fonda sulla seguente formula:

$$WR = \left[\sum_{t=1}^n RO_t(1 + wacc)^{-t} + \frac{\overline{RON}(1 + g)}{wacc - g} (1 + wacc)^{-n} \right] + / - PFN$$

dove i simboli assumono i significati noti.

Nella stima del valore della quota del 70% della partecipazione al capitale sociale di Ecosavona si è tenuto conto del fatto che le autorizzazioni rilasciate alla medesima ES, sia per la gestione della discarica attuale, sia relativamente ai lavori di ampliamento, hanno termine al 31.12.2026. In seguito a tale data, salvo proroghe, la Provincia di Savona dovrà provvedere alla voltura delle autorizzazioni al soggetto che si aggiudicherà la gara che sarà indetta per la prosecuzione della gestione.

Considerata la finalità della stima, prudenzialmente, la valutazione non tiene conto della possibilità che la Società si aggiudichi la predetta gara.

Il valore economico della quota del 70% di Ecosavona è risultato pari a euro 48.901 mila, sulla base delle seguenti assunzioni:

- o Ecosavona ha diritto ad ottenere dall'eventuale nuovo aggiudicatario un Indennizzo pari alla somma del valore residuo al netto degli ammortamenti dei cespiti realizzati, ivi compresi i terreni sui quali insisterà la nuova discarica (*i.e.* prezzo di riscatto) e del valore di avviamento rappresentativo di quanto sviluppato fino al 2026. Tali valori sono stati stimati da Sinloc S.p.A. e ai fini della stima è stato assunto: i) che tale somma verrà corrisposta entro il 30.06.2027; ii) che sull'importo riconosciuto graverebbe un'imposizione fiscale

almeno pari all'IRES del 24% e all'IRAP applicata nella Regione Liguria per l'attività di Ecosavona (4,20%); ai fini riespressione in valore corrente alla data di stima dell'Indennizzo è stato impiegato il tasso *risk free* (2,40%);

- i redditi operativi prospettici (EBIT) per il periodo di previsione esplicita (2023 - 2026) sono stati desunti dal Piano Economico Finanziario rilasciato dalla società e oggetto di asseverazione da parte di UHY Audinet S.r.l.;
 - non è stata prevista alcuna *perpetuity*;
 - è stato impiegato, ai fini dell'attualizzazione degli EBIT prospettici, per il periodo 2023 - 2026, un tasso *wacc* del 6,81%;
 - alla quota del 70% di capitale sociale di Ecosavona, tenuto conto del premio di maggioranza, corrisponde, secondo la migliore dottrina, il 79% del valore del capitale economico, **ne deriva dunque un valore della partecipazione di GL in ES di euro 48.901 mila** (euro 61.900 mila × 79%);
- in ragione del valore economico della quota della partecipazione di GL al capitale sociale di Ecosavona, il valore del capitale economico di Green Luxco al 30.09.2023 (pari al relativo patrimonio netto rettificato) è risultato pari a euro 46.817.430;
 - **il valore economico della quota del 50,1% di GL è pari a euro 23.455.533.**
- Si osserva che anche in tale caso, trattandosi di una quota di controllo, a parere di chi scrive il 50,1% di GL potrebbe non essere assunto nella sua semplice proporzionalità, ma riconvertito per tener conto del c.d. premio di maggioranza.

Tuttavia, ai fini dell'individuazione del premio di maggioranza confacente al caso di specie, occorre avere riguardo alle precipue previsioni dello Statuto di Green Luxco che, invero, per talune materie limitano il potere decisionale e deliberativo del 50,1% richiedendo anche l'intervento della minoranza.

Ebbene, considerata la finalità della Perizia, tenuto conto di quanto sopra, si ritiene prudenzialmente di non dover computare alcun premio di maggioranza in questa sede, ancorché l'eventuale sua applicazione possa essere considerata scientificamente fondata;

- la Perizia, come evidenziato, non tiene conto della possibilità che Ecosavona al termine dell'attività (2026) si aggiudichi la gara che potrà essere bandita dalla Regione Liguria per la gestione della Discarica del Boscaccio dal 2027 al 2044.

Tuttavia, la Società ha valutato la possibilità di poter risultare aggiudicataria di tale gara e, come rappresentato in precedenza, è stato fornito allo scrivente il Piano Economico Finanziario e patrimoniale di Ecosavona per il periodo 2024 - 2044.

Lo scrivente ha effettuato anche la valutazione di Ecosavona in tale prospettiva, che conduce a stimare la quota del 50,1% del capitale sociale di GL in euro 24.710.058. Tale risultato costituisce un ulteriore conforto delle stime effettuate.

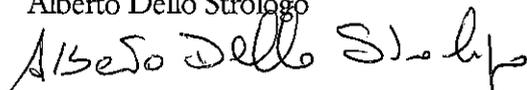
Con riferimento alla seconda parte del quesito, si rileva quanto segue:

- è stato comunicato allo scrivente che la cessione della quota del 50,1% di GL potrebbe intervenire al prezzo di **euro 23 milioni**;

- **tale importo può certamente essere considerato congruo poiché dalla stima è emerso che il valore economico della quota valutato dallo scrivente in euro 23.455.533 è superiore al predetto prezzo;**
- peraltro, la congruità è viepiù confermata dal fatto che il prezzo è inferiore anche al valore economico della quota del 50,1% di GL stimato in ipotesi di prosecuzione dell'attività da parte di Ecosavona almeno fino al 2044 (euro 24.710.058).

Rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento in merito a quanto esposto e ringraziando per la fiducia accordata, si porgono i migliori saluti.

Roma, 29 gennaio 2024

Alberto Dello Strologo


N°

di Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

Ventinove gennaio duemilaventiquattro

29-1-2024

In Roma, Via Gualtierio Castellini n. 13.

Innanzi a me Gianmarco Golia, Notaio in Colleferro, iscritto al Collegio

Notarile dei Distretti Riuniti di Roma, Velletri e Civitavecchia

è presente:

- **DELLO STROLOGO** (cognome) **ALBERTO** (nome) nato a Roma il 7 febbraio 1970, ivi domiciliato, Piazza Istria n. 2, codice fiscale: DLL LRT 70B07 H501K. Comparsa della cui identità personale io notaio sono certo il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Quindi deferisco il giuramento al comparso, previa seria ammonizione da me notaio effettuata allo stesso sulle conseguenze delle dichiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di dichiarare la verità.

Il comparso presta giuramento, pronunciando le parole: "Giuro di avere bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto, e quindi redatto la perizia sopra riportata, al solo scopo di far conoscere la verità".

Del Presente verbale, scritto a macchina da persona di mia fiducia ed integrato di mio pugno su di una pagina, io Notaio ho dato lettura al comparso che, da me interpellato lo approva e sottoscrive.

Alberto dello Strologo

