

HYDROVERSILIA S.R.L.
SEDE IN PIETRASANTA (LU)
VIA DONIZZETTI N.16
CAPITALE SOCIALE € 10.000 I.V.
ISCRITTA. R.E.A. DI LU N.192366
C.F. 02046030462



RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DEL PATRIMONIO SOCIALE
ALLA DATA DEL 31/12/2013

PREMESSA

Il sottoscritto Dr. Daniele Spadaccini, nato a Reggio Emilia (RE) il 22 luglio 1960, Codice Fiscale SPD DNL 60L22 H223L, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Reggio Emilia, domiciliato in Reggio Emilia, Via Fanti N° 2, ha ricevuto in data 20 aprile 2014 dal Sig. Roberto Bigi nato a Camaiore (LU) il 27/07/1971 C.F. BGIRRT71L27F023V l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore economico dell'intero patrimonio sociale della predetta società alla data del 31/12/2013.

1) L'ATTIVITÀ SVOLTA DALL'AZIENDA

La società è stata costituita il 29 agosto 2006 ha un capitale sociale pari ad euro 10.000 e come recita lo statuto ha per oggetto tra le altre : " l'attività preordinata alla progettazione definitiva ed esecutiva, alla realizzazione ed alla gestione funzionale ed economica di centrali idroelettriche, oggetto della convenzione stipulata in data 13 dicembre 2005, rep. n. 1656 del



segretario generale, tra il comune di Stazzema (LU) e l'associazione temporanea di imprese aggiudicataria della relativa concessione di costruzione e gestione".

Alla data di riferimento della presente perizia, la Società ha realizzato un progetto consistente in un impianto per la produzione di energia idroelettrica denominato "Cardoso" in Comune di Stazzema dalla produzione stimata teorica media annua di 1.600.000 KWh/anno. Tale impianto al 31.12.2013 era già stato completamente realizzato, mancando solo alcuni lavori di rifinitura. La attività produttiva è iniziata nel mese di aprile 2013, ed in complesso, nell'anno 2013 sono stati generati circa 430.000 kwh (valore largamente inferiore alle aspettative degli investitori ed alla potenzialità teorica dell'impianto). L'impianto produttivo è localizzato in via Monte Forato nel Comune di Stazzema, in Località Cardoso (LU), la centrale è alimentata idraulicamente e l'impianto è di tipo a bacino privo di sistemi di pompaggio. La centrale è approvvigionata da nove opere di presa che alimentano mediante canale o condotta in acciaio la vasca di carico da 750 mc. Dalla vasca, mediante una condotta in acciaio si alimenta la centrale idraulica posta 151m più in basso.

L'impianto sorge sulle macerie di altra precedente centrale in esercizio sino all'anno 1996 e completamente distrutta dagli eventi alluvionali del 19.06.1996. Dopo una lunga inattività, la Società Hydroversilia ha

provveduto alla ricostruzione totale dell'impianto terminata come detto nel 2013.

L'impianto opera attraverso una concessione rilasciata da parte del Comune di Stazzema di durata anni 16 e termine nell'anno 2028, invece, la tariffa omnicomprensiva riservata agli impianti IAFR di durata quindicennale iniziata nel 2013 terminerà nel 2027 dopo di che la produzione verrà remunerata sulla base di un prezzo di mercato presumibilmente molto più basso. Per ragioni prudenziali, date la tantissime variabili insite nel presente elaborato, per la presente valutazione (che ha quale data di riferimento il 31.12.2013) dovrà essere considerato un arco temporale produttivo prospettico pari a 14 anni inferiore di un anno rispetto alla durata della concessione ma pari alla residua durata di tariffa incentivata.

2. METODOLOGIA APPLICATA NELLA VALUTAZIONE

Lo scopo della perizia consiste nella determinazione di un *valore oggettivo* dell'azienda alla data sopramenzionata, desunto sulla base di ipotesi e criteri di valutazione di generale accettazione, che avrebbero potuto costituire un dato di riferimento per le parti in una ipotetica cessione avvenuta nel medesimo momento.

Per la stima del valore del capitale economico della società (W) alla data del 31/12/2013 si è proceduto con una metodologia valutativa generalmente utilizzata dagli operatori del mercato dei capitali ossia il metodo dell'attualizzazione dei flussi finanziari/reddituali attesi. Ciò in quanto si



rende necessario valutare un progetto già realizzato sulla base dei flussi finanziari che potrà generare. Tale metodo permette di tenere in conto la capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa e di creare valore per l'azionista/investitore. Per flusso di cassa si intende un flusso normalizzato, ossia al lordo delle componenti straordinarie e difficilmente ripetibili. La società oggetto di valutazione non ha attività per le quali sia possibile esprimere un valore diverso da quello di contabilizzazione (plusvalenze o minusvalenze latenti) , pertanto l'unico "asset" oggetto di valutazione sarà l'impianto che la medesima sta gestendo.

I metodi fondati sui flussi intendono quelle soluzioni valutative fondate sulla attualizzazione, a determinati tassi, dei flussi finanziari o reddituali che l'investitore si attende a seguito dell'investimento.

La migliore dottrina è solita definire queste metodologie "universali" in quanto applicabili per tutti i fini che riguardano le valutazioni di assets, ed in quanto capaci di valutazioni assolute legate a giudizi di congruità e di convenienza di ogni specie. L'ampia applicabilità di siffatti criteri ne ha comportato un rapido sviluppo, rendendo le metodologie in questione particolarmente diffuse, soprattutto nell'assunzione reddituale, nella valutazione delle performance aziendali.

Il concetto di "flusso" è un concetto astratto che può essere ricondotto all'effettiva quantità di denaro che è prodotta o assorbita così come il flusso di reddito che è generato o distrutto dall'investimento. La valutazione di un "asset" con il metodo finanziario rispecchia la logica di un ipotetico

investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario identifica dunque il valore di un bene con la sommatoria dei futuri flussi monetari che lo stesso sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso appropriato. Per flusso di cassa si intende la quantità di denaro generata dalla gestione senza considerare i costi "non monetari" tra i quali troviamo in primis gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni.

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario.

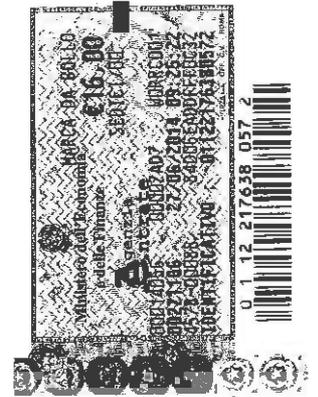
I metodi reddituali identificano infatti il valore di un asset con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni dello stesso rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

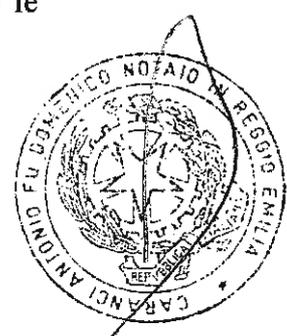
- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'asset da valutare è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei flussi monetari.

La formula cui si riconducono i metodi in esame è la medesima con le differenze che si illustreranno in seguito.

Metodo reddituale



A handwritten signature or scribble in black ink, consisting of several loops and a long tail extending upwards.



$$W_0 = \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

Metodo finanziario

$$W_0 = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

In cui:

W0 Valore dell'asset al tempo 0

Ri o CFi Flusso reddituale o finanziario del periodo i

vi Coefficiente di attualizzazione

Vf Terminal Value – valore finale dell'investimento all'anno n,

La determinazione del flusso di cassa (CF) dell'investitore avviene, quindi, come segue:

	Fatturato
a dedurre	Oneri
Risulta	Ebitda
a dedurre	q.ta capitale debito
a dedurre	Interessi passivi debito
a dedurre	Imposte
Risulta	CF

L'EBITDA (o margine operativo lordo) è la differenza tra i ricavi tipici dell'attività e i costi "monetari" di competenza. Una volta ottenuto il carico fiscale e il piano di ammortamento del debito è possibile calcolare il flusso di cassa (CF) del progetto, sottraendo dall'EBITDA le imposte la quota capitale del debito e gli interessi passivi.

I metodi patrimoniali si fondano sul principio dell'espressione a valori

correnti dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda, e dell'aggiornamento degli elementi passivi. Si distinguono i metodi patrimoniali semplici da quelli complessi. I metodi patrimoniali complessi valorizzano tutti le attività, comprese quelle immateriali, non considerate nei metodi patrimoniali semplici, e mirano a rappresentare con maggiore accuratezza il valore dell'impresa, che sempre più spesso è racchiuso in uno o più beni immateriali (e.g. marchio, know-how, brevetti).

Operativamente, si procede a riesprimere gli elementi dell'attivo non monetari a valori correnti (che possono essere rilevati dal mercato oppure oggetto di una stima). Si generano quindi, rispetto ai valori di libro, una serie di plusvalenze o minusvalenze da valutazione che vengono aggiunte o sottratte al valore del patrimonio netto contabile, per giungere alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K).

I metodi patrimoniali complessi sono poi assunti come base per la valutazione patrimoniale – reddituale che li integra e li completa con dati di redditività al fine di determinare, ove necessario, un avviamento (goodwill).

A tal fine, occorre pervenire alla stima del reddito normale atteso (R). Facendo riferimento ad un certo numero di esercizi passati e “normalizzando” il reddito ottenuto (ovvero depurandolo di tutte le poste di conto economico, attive e passive, non strettamente legate all'attività aziendale o risultanti da rettifiche aventi fine esclusivamente fiscale), oppure stilare una previsione attendibile di quale potranno essere i risultati futuri dell'azienda oggetto di valutazione.



$$W = K + a_{\overline{n}|i'} (R - i''K) + A$$

Dove:

K è il capitale netto rettificato;

R è il reddito medio normale atteso per il futuro;

n è un numero definito e limitato di anni;

i'' è il tasso di interesse "normale" rispetto al tipo di investimento considerato;

i' è il tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

A sono le attività valutate separatamente.

3) VALUTAZIONE .

3.1 SITUAZIONE PATRIMONIALE DI RIFERIMENTO

Essendo riferita alla data del 31/12/2013, per la presente perizia è stato preso a base il bilancio di esercizio della società al 31.12.2013 , che viene conservato agli atti del perito unitamente ai bilanci dei due esercizi precedenti 2012 e 2011.

Da tale bilancio di Hydroversilia s.r.l. in data 31/12/2013 emerge la seguente situazione patrimoniale

a)Crediti Vs soci x versam	0
b) Immobilizzazioni	1.879.576
c) Attivo Circolante	446.331
d) Ratei e Risconti Att.	0
Totale Attivo	2.325.907

a) Patrimonio Netto	10.000
b) F.di rischi	0
c) F.do TFR	0
d) Debiti	2.315.907
e) Rateri Risconti Pass	0
Totale Passivo + Netto	2.325.907



Alla data di riferimento della presente perizia, la Società risulta quindi possedere un patrimonio netto pari ad euro 10.000 comprensivo della perdita di esercizio 2013.

3.2 DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K)

Beni immateriali

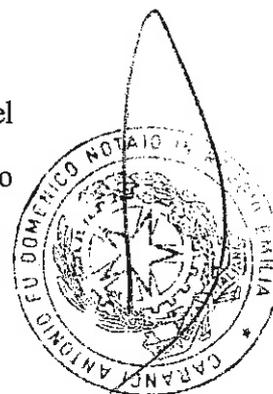
Nel caso in esame, la situazione patrimoniale esaminata presentava all'attivo oneri pluriennali, di valore irrilevante il cui valore viene rettificato a zero

Immobilizzazioni materiali

Per i beni dotati di un loro mercato, come ad esempio terreni, uffici, automezzi, attrezzature, le stime fanno di regola riferimento ai prezzi correnti. Nel caso trattandosi del costo per la realizzazione della centrale appena entrata in funzione, il perito ritiene di confermare la valutazione contabile degli stessi

Crediti

La stima si ispira al criterio generale del probabile valore di realizzo. Nel caso in esame, trattandosi prevalentemente di crediti tributari e/o bancari e/o



verso soci il perito non ha provveduto ad effettuare alcuna rettifica

Debiti

Trattasi prevalentemente di somme erogate dai soc, debiti verso fornitori e un mutuo chirografario in essere e quindi non viene effettuata alcuna variazione rispetto al valore contabile

3.3. DETERMINAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI GENERATI

- Determinazione delle variabili del modello

Per apprezzare la redditività dell'operazione è necessario illustrare brevemente le ipotesi che soggiacciono al modello di valutazione.

a) Progetto

Il perito ha determinato i flussi finanziari generati dalla centrale idroelettrica della potenza stimata di 1.600.000 Kwh nel Comune di Stazzema, località Cardoso. Da considerare che il dato produttivo relativo all'anno 2013 è ben lontano da tale produttività ipotetica, ma si considera eccezionale il dato 2013 e legato a fattori contingenti non ripetibili come dimostrano i confortanti dati relativi al primo quadrimestre 2014. Prudentemente, comunque la produzione è stata abbassata di un 5% rispetto al valore teorico

Rischio

Il rischio complessivo legato al progetto è determinato da due variabili principali difficilmente controllabili dall'investitore: il rischio ambientale e la durata dell'investimento .

Le analisi delle piovosità medie annue degli ultimi 30 anni hanno evidenziato un trend del tutto riconducibile alle ipotesi del modello.

L'orizzonte temporale dell'investimento è considerevole e presenta diversi potenziali fattori di incertezza. Una durata di quattordici anni comporta rischi legati:

- al cambiamento della normativa fiscale,
- alla modifica e/o soppressione dei sistemi incentivanti,
- al cambiamento dei metodi di produzione dell'energia elettrica.

Purtroppo non è possibile prevedere quali saranno le evoluzioni delle variabili considerate se ne tiene conto, riducendo la attualizzazione dei flussi alla durata della tariffa incentivata e non alla concessione ed utilizzando un tasso di attualizzazione dei flussi che tenga conto di questo rischio.

Costo dell'investimento

Dall'esame del bilancio della Società al 31.12.2013 emerge come il debito assunto dalla società e collegato all'investimento sia pari ad euro 2.315.907; si considerano inoltre totalmente esigibili a breve le poste del circolante riportate nel bilancio al 31.12.2013 pari ad euro 446.331. In particolare non sono state svalutate le imposta anticipate iscritte tra i crediti poichè il modello di "business plan" evidenzia un utile fiscale prospettico assolutamente capiente.

Si è inoltre evidenziato come siano necessari ed urgenti interventi di manutenzione straordinaria per circa euro 150.000 come da note allegate

Per procedere alla seguente valutazione, si è ipotizzato lo scenario di un investitore che conferisca il 20% del debito societario netto e trasformi il restante 80% in debito a medio/lungo termine di durata coerente con il periodo di gestione della centrale e considerando che al termine del periodo l'investimento dovrà essere completamente ammortizzato poichè quando



scadrà la concessione comunale l'impianto diventerà di proprietà del Comune di Stazzema.

Nella ipotesi si provvede quindi a trasformare in debito a lungo periodo (14 anni) l'80% dell'indebitamento netto della Società al fine di potere gestire le passività in modo sincrono con i flussi finanziari in entrata

Produttività

La produzione annua è stata stimata come detto in 1.540.000 KWh con un correttivo rispetto alla produzione massima teorica come indicato in precedenza.

Ricavi

Il prezzo unico di cessione al GSE è stimato per i quattordici residui anni al valore attuale di 0,2190 €/KWh , tale prezzo dell'energia inoltre non è stato adeguato all'inflazione per ragioni prudenziali

Costi

I costi annui di gestione della centrale ammontano a circa €50.000 annui e comprendono spese per ordinaria manutenzione (euro 16.000) e guardiania (euro 25.000) , royalties al comune (euro 7.500)

Carico fiscale

Le imposte sono state calcolate sulla base di un'aliquota Ires del 27.5% e di un'aliquota Irap del 4,82 %.

Terminal Value

Per le ragioni espresse in precedenza (concessione con al termine gratuita devoluzione del bene al Comune di Stazzema) non è stato considerato il valore terminale dell'impianto

3.2 Risultati ottenuti

Le ipotesi assunte per la redazione del modello ed ivi applicate portano ai risultati evidenziati di seguito.

Produzione annua KWh	1.539.950	1.539.950	1.539.950	1.539.950	1.539.950
ANNI	2014	2017	2020	2023	2026
Valore Prod.	337.249	337.249	337.249	337.249	337.249
Oneri	48.500	48.500	48.500	48.500	48.500
EITDA	288.749	288.749	288.749	288.749	288.749
Mutuo rata	176.413	176.413	176.413	176.413	176.413
Imposte	31.196	29.955	28.076	34.032	41.169
F.C.	81.140	82.382	84.257	78.305	83.210
Utile attualizzato	76.376	64.667	55.156	42.747	32.399



3.4 Valutazione della Società

Le ipotesi che sono alla base del modello sono molto prudentziali e vengono qui di seguito riassunte:

- inflazione nulla (considerata solo nei costi di gestione);
- terminal value assente,
- anomalie nella piovosità media calcolate riducendo la produzione teorica del 5%.
- periodo di riferimento dei flussi pari ad anni 14

Riassumendo, ad una produzione media annua di 1.539.950 KWh corrisponde un valore attuale netto annuo, calcolato su orizzonte temporale di quattordici anni, di circa € 337.249 . Il fattore di sconto dei flussi operativi utilizzato è circa del 6,24 % annuo calcolato ponderando il rischio e il ritorno richiesto da un investitore medio su progetti simili. I risultati ottenuti sulla base di queste ipotesi sono apprezzabili dal punto di vista finanziario, considerati adeguati e prudentziali. Sulla base delle ipotesi qui



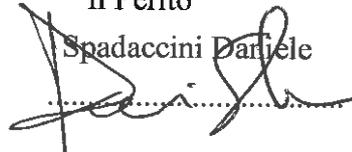
riportate , prudenzialmente, si giunge quindi ad attribuire un valore atteso del progetto pari ad € 330.000 (euro trecentotrentamila) come da tabella flussi finanziari allegata

5. CONCLUSIONI

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, il valore del 100% del Patrimonio Sociale della Società Hydroversilia S.r.l. alla data del 31 dicembre 2013 viene stimato pari ad euro 330.000 (euro trecentotrentamila).

Si evidenzia poi come al perito scrivente siano emerse perplessità in merito alla conformità dell'impianto nel suo complesso alla stringente normativa in tema di sicurezza sul lavoro D.Lgs 81 e seguenti. Eventuali difformità delle opere in essere rispetto a quanto previsto da tale normativa , porterà ad un ulteriore peggioramento della valutazione qui rappresentata

Reggio Emilia, 3 luglio 2013

Il Perito
Spadaccini Daniele


Allegati

1) tavola flussi finanziari