

Repertorio n. 8124

===== VERBALE DI ASSEVERAMENTO DI PERIZIA =====

===== REPUBBLICA ITALIANA =====

L'anno duemilaventiquattro il giorno dodici del mese di
marzo. =====

In Firenze, Viale Milton n. 35 e nel mio studio. =====

Avanti a me Cinzia Trapani, Notaio in Firenze, iscritta
presso il Collegio Notarile dei Distretti Notarili Riuniti
di Firenze Pistoia e Prato, è comparsa: =====

- CACIAGLI Lucia, nata a Firenze il 27 giugno 1958, con
studio in Firenze, Via Cavour n. 81,

iscritta al Registro dei Revisori legali al n. 9152 nominata
con Decreto Ministeriale del 12 aprile 1995, pubblicato
nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana
supplemento n. 31BIS del 21 aprile 1995, =====

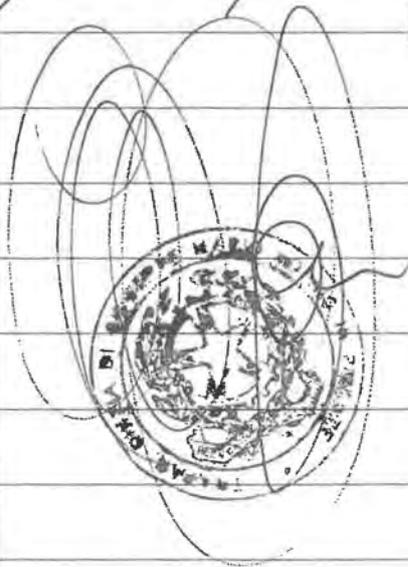
della cui identità personale io Notaio sono certo, mi ha
presentato la perizia che precede chiedendo di asseverarla
con giuramento. =====

Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge il
comparsente il quale presta quindi il giuramento di rito
ripetendo la formula: "Giuro di avere bene e fedelmente
proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto
altro scopo che quello di far conoscere la verità".



Quest'atto, in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia ed in parte scritto di mio pugno su una facciata e quanto fino a qui della seconda di un foglio, viene da me notaio letto alla Comparsa che lo approva e lo sottoscrive essendo le ore quattro.

Lucio Deugli





Lucio Cecchiagi



GESTIONE
IMPIANTI
DEPURAZIONE
ACQUE S.p.A.



G.I.D.A. S.p.A. - Relazione di stima da parte di un esperto indipendente finalizzata all'individuazione di un valore di mercato delle azioni di Gestione Impianti Depurazione Acque S.p.A. alla data del 31 dicembre 2023.

Firenze, 20 febbraio 2024

Firenze, 20 febbraio 2024

Egregi Signori,

Baker Tilly Revisa S.p.A con sede legale in Via Carlo Alberto 32 – 10123 Torino p. iva 01213510017 iscritta al registro dei revisori legali al n. 15585 data Decreto Ministeriale 12/04/1995 e pubblicato in Gazzetta Ufficiale al n.31BIS del 21/04/1995 (d'ora in poi "Perito") ha ricevuto incarico, in qualità di esperto indipendente, dal Consiglio di Amministrazione di Gestione Impianti Depurazione Acque S.p.A. (in breve GIDA S.p.A.), al fine di redigere, ai sensi dell'art. 2343 secondo comma lettera b) del Codice Civile, la relazione di stima finalizzata alla individuazione di un valore di mercato delle azioni di G.I.D.A. S.p.A. alla data del 31 dicembre 2023 (di seguito, l'"Operazione").

La presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte dello scrivente perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Si dichiara inoltre di non avere alcun interesse nella stima che siamo stati chiamati ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

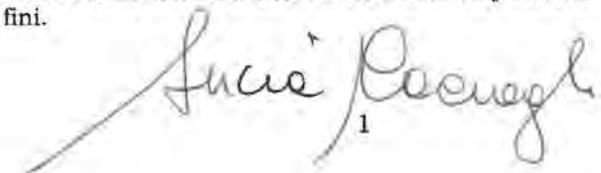
Distinti Saluti.

Lucia Caciagli
Socio Procuratore

Baker Tilly Revisa S.p.A.

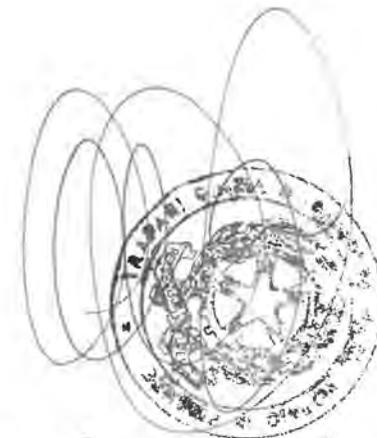


Il presente documento ("Relazione") è stato preparato per gli obiettivi e con i limiti del presente incarico descritti nella Relazione e nella lettera d'incarico tra Baker Tilly Revisa e G.I.D.A. S.p.A.. La relazione è stata emessa esclusivamente per tali finalità, pertanto non potrà essere utilizzata per altri fini.


1

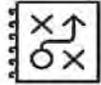
Glossario

la Società	GIDA S.p.A. o G.I.D.A. S.p.A.
PFN	Posizione Finanziaria Netta
CIN	Capitale Investito Netto
CCN	Capitale Circolante Netto
TV	Terminal Value
CAPEX	Capital Expenditures
D/E	PFN/Equity
EBIT	Earning Before Interest & Taxes
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization
EUR/mld	Miliardi di Euro
EUR/mln	Milioni di Euro
EUR/000	Migliaia di Euro
WACC	Weighted Average Cost of Capital
UDCF	Unlevered Discounted Cash Flow
NBV	Net Book Value
BP	Basis Point
b.p.	Business Plan
DSO	Days sells outstanding o Giorni medi incasso clienti
DPO	Days payable outstanding o Giorni medi pagamento fornitori
CPI	Consumer Price Inflation
RAB	Regulatory Asset Base
VIR	Valore Industriale Residuo



Lucio Cecchi 2

Indice



A. Premesse, obiettivi e limitazioni del presente incarico (pag. 4)



B. La Società oggetto di valutazione (pag. 9)



C. Normativa di riferimento, principali ipotesi valutative e scelta del metodo di valutazione (pag. 18)



D. Valutazione di GIDA S.p.a. (pag. 28)



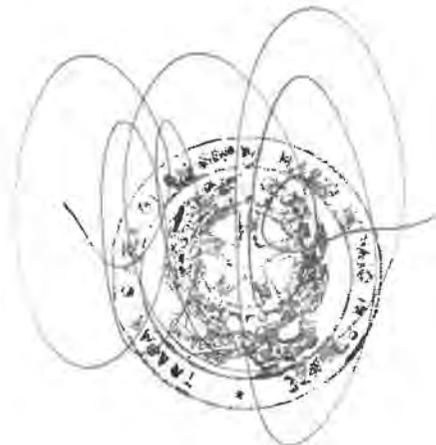
D. Valutazione di GIDA S.p.a. – metodo dei multipli di mercato [metodo di controllo] (pag. 35)



F. Equity Value di GIDA S.p.a. (pag. 40)



G. Allegati (pag. 42)



Lucio Deaglio

A. Obiettivi e limitazioni dell'incarico



Lucio Cosulich

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico

Obiettivi dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la stima del valore economico attribuibile all'intero patrimonio sociale di G.I.D.A. S.p.A. quantificato sulla base della documentazione messa a disposizione dalla Società. È scopo della stima fornire una valutazione aggiornata e puntuale, alla data di riferimento del 31 dicembre 2023, circa il valore attribuibile al 100% delle azioni di G.I.D.A. S.p.A.

L'art. 2343 del Codice Civile così recita: *“Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo. L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile. Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società. Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia, il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci”.*

Proseguendo nell'analisi l'art. 2343 ter, secondo comma lettera b) del Codice Civile, in deroga a quanto sopra, recita che: *“Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento. Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:*

- a. *al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;*
- b. ***al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità...”***



Lucio Accogli

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico (segue)

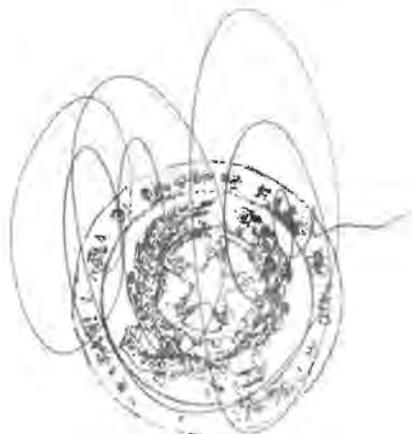
Obiettivi dell'incarico

Volendo sintetizzare, all'esperto estimatore è richiesta un'articolata analisi che deve seguire il seguente iter logico-argomentativo:

1. la descrizione ed il valore dei singoli elementi attivi e passivi della società oggetto del conferimento, con accertamento del netto patrimoniale imputabile a capitale sociale;
2. l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti;
3. l'attestazione che il valore del patrimonio netto determinato dall'esperto rispetti i minimi previsti dalla legge a seconda che l'eventuale conferimento sia in S.r.l. o S.p.A.;
4. l'accertamento che non abbiano luogo operazioni che possano determinare "annacquamento" del capitale sociale della Società conferitaria.

Tanto premesso, si precisa che il sottoscritto perito è stato preliminarmente informato che la Società conferitaria ha la veste giuridica di Società per Azioni e che, la presente valutazione deve essere eseguita con riferimento alla situazione patrimoniale aggiornata al 31 dicembre 2023, sulla base di proiezioni economico-patrimoniali rinvenienti da un business plan elaborato dal management della Società.

La presente relazione è valida solo in relazione ai dati ottenuti e non potrà essere utilizzata per motivi diversi ed in contesti diversi da quelli indicati allo scopo.



Lucio Rocca
bakertilly

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico (segue)

Limitazioni dell'incarico

Le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, alla luce degli obiettivi dell'incarico conferito, sono state applicate al meglio della conoscenza attuale. I risultati stimati dipendono in parte da parametri influenzati da considerazioni di carattere soggettivo, e in altra parte da elementi e informazioni identificati nella Relazione, la quale deve pertanto essere letta nella sua interezza.

Nello svolgimento dell'incarico, Baker Tilly ha fatto uso di dati e informazioni forniti dagli organi apicali della Società, facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente.

In particolare, la stima del valore delle azioni è stata basata sia sui dati pre-consuntivi espressi al 31 dicembre 2023 per quanto concerne la posizione finanziaria netta, sia sulle assunzioni di carattere numerico e qualitativo contenute nel piano economico-finanziario (il "Piano") elaborato dal Management della Società, da cui sono stati derivati i flussi finanziari per il periodo 1 gennaio 2024 – 31 dicembre 2028.

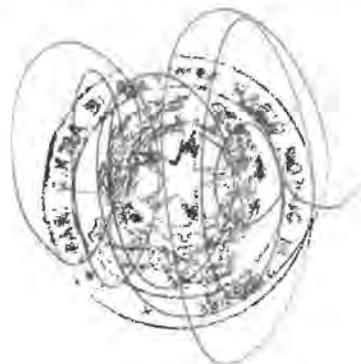
Le assunzioni ed il contenuto delle Previsioni, incluso ogni eventuale aggiornamento, sono di esclusiva responsabilità della Direzione societaria. I trend futuri dei ricavi e della redditività, incerti e variabili per natura, riflettono assunzioni in linea con la strategia della Società, assunzioni che sono state esaminate da Baker Tilly solo in relazione alla loro manifesta ragionevolezza.

I destinatari della Relazione sono consapevoli che Baker Tilly non ha espresso alcuna opinione od altra forma di garanzia relativamente all'accuratezza e alla completezza delle informazioni relative alle proiezioni e contenute nella Relazione, e che la stessa, o parti di essa, non potrà essere interpretata come una promessa o un'indicazione esatta della performance futura della Società oggetto di valutazione.

I termini di una potenziale transazione riferita alla Società restano di competenza delle parti interessate; la Relazione, pertanto, non costituisce una raccomandazione circa possibili transazioni o prezzi riferiti alla società oggetto di valutazione.

Eventuali sviluppi successivi alla data di emissione della Relazione potrebbero influire sulle conclusioni esposte nella stessa. Baker Tilly non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare i pareri espressi nella Relazione.

Baker Tilly non si assume alcuna responsabilità in relazione a possibili cambiamenti dei parametri di mercato presi come riferimento nella presente Relazione.



Lucio Cocchi

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico

Documentazione utilizzata

L'incarico a noi conferito è stato svolto utilizzando la seguente documentazione, fornitaci dalla Direzione aziendale di G.I.D.A. S.p.a.:

- Visure delle Società al 5 febbraio 2024;
- Bilancio di G.I.D.A. S.p.a. al 31 dicembre 2020;
- Bilancio di G.I.D.A. S.p.a. al 31 dicembre 2021;
- Bilancio di G.I.D.A. S.p.a. al 31 dicembre 2022;
- Financial Plan 2023-2028 **G.I.D.A. S.p.A.** approvato dal C.d.A in data 9 febbraio 2024;
- Situazione contabile pre-consuntiva della Società al 31 dicembre 2023;
- Andamento storico dell'EBITDA;
- Composizione dettagliata del F.do Rischi ed Oneri al 31 dicembre 2023.

Infine abbiamo discusso e ottenuto informazioni riguardanti il mercato e la Società dalla Direzione aziendale e dai suoi consulenti.



Luca Paoletti

B. La Società oggetto di valutazione



Lucio Peceppi

Le Società oggetto di valutazione

Overview della Società



GESTIONE
IMPIANTI
DEPURAZIONE
ACQUE S.p.A.

La Società oggetto di valutazione

GIDA S.p.A. è una società attiva nel settore della depurazione delle acque e nasce nel 1981 dopo l'entrata in vigore della Legge 319 del 1976 intitolata «Norme per la tutela delle acque dall'inquinamento» e nota anche come «legge Merli». La Società è nata con lo scopo di svolgere l'attività di depurazione delle acque reflue di origine civile ma soprattutto di origine industriale provenienti dall'industria tessile pratese.

Il core business attuale di GIDA è rappresentato dall'attività di depurazione delle acque reflue derivanti dagli scarichi civili ed industriali dei Comuni di Prato, Montemurlo, Vaiano, Vernio e Cantagallo. La maggior parte delle acque depurate attualmente sono riversate nei fiumi Bisenzio ed Ombrone mentre una quota residua, depurata dall'IDL di Baciacavallo è sottoposta ad ulteriori trattamenti e messa a disposizione, attraverso l'Acquedotto industriale di Prato, nei confronti delle aziende a umido (ovvero aziende che utilizzano acqua per le loro lavorazioni) presenti sul territorio (soprattutto tintorie e rifinizioni).

Per lo svolgimento di tali attività GIDA dispone degli impianti di depurazione di Baciacavallo di Calice e di tre impianti nella Val Bisenzio (ovvero gli impianti di Vaiano, Vernio e Cantagallo). GIDA si occupa inoltre del trattamento dei rifiuti liquidi speciali non pericolosi provenienti dalle fosse settiche e dai percolati di discarica mediante una specifica piattaforma all'interno dell'impianto di depurazione di Calice.

GIDA svolge le proprie attività applicando tecnologie a basso consumo energetico e di natura biologica per lo sviluppo del riciclo delle acque usate provenienti dall'Acquedotto industriale di Prato, per il potenziamento della piattaforma destinata allo smaltimento dei rifiuti liquidi, per il recupero del potenziale energetico dei fanghi (risultato dalla depurazione) e per la realizzazione di un rete di fognatura separata destinata esclusivamente alle acque di scarico industriale.



Le Società oggetto di valutazione

Overview della Società



GESTIONE
IMPIANTI
DEPURAZIONE
ACQUE S.p.A.

Posizionamento sul territorio degli impianti GIDA S.p.A.

Le attività dell'azienda sono principalmente concentrate in Toscana ed in particolare nei comuni della provincia di Prato dove gestisce i più importanti impianti per la depurazione delle acque civili ed industriali (in seguito anche «IDL»), per il recupero delle acque e per il trattamento dei rifiuti liquidi (in seguito anche «ITL») presenti sul territorio. In particolare, GIDA si occupa della gestione degli impianti IDL di Baciacavallo di Vaiano, di Vernio e di Cantagallo, dell'impianto IDL/ITL di Calice e dell'Acquedotto Industriale di Prato.

Si espone di seguito il posizionamento degli impianti sul territorio.



Le Società oggetto di valutazione

Overview della Società

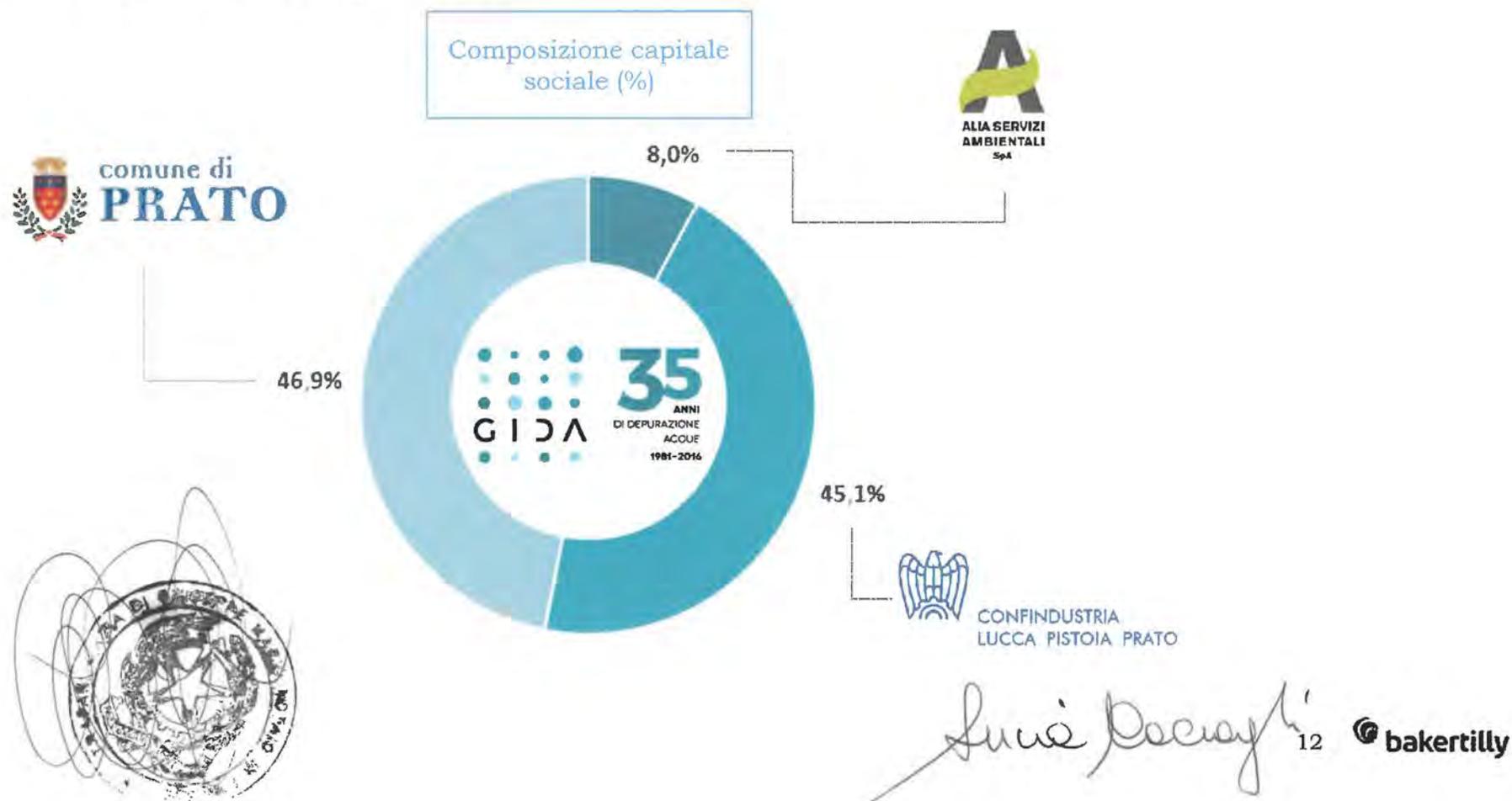


GESTIONE
IMPIANTI
DEPURAZIONE
ACQUE S.p.A.

Composizione del capitale sociale

Il Capitale Sociale al 31 dicembre 2023 ammonta ad euro 4.620.000 e risulta interamente sottoscritto e versato. Il capitale è composto da n° 4.620.000 azioni ordinarie del valore nominale di euro 1.

Di seguito si evidenzia la composizione del capitale sociale:



Le Società oggetto di valutazione

Overview della Società



Di seguito vengono riportate alcune informazioni circa le cariche sociali, la compagine azionaria ed alcuni highlights finanziari della Società oggetto di valutazione

Key Financials GIDA S.p.A.			
Key figures	2022	2021	2020
Ricavi €/Mln	29 / mln	23 / mln	20 / mln
EBITDA €/Mln	3 / mln	3 / mln	2 / mln
Utile / (Perdita) €/Mln	(267) / k	(65) / k	(214) / k
Patrimonio Netto €/Mln	13 / mln	14 / mln	14 / mln
PFN €/Mln	20 / mln	20 / mln	16 / mln

Compagine sociale		
Socio	N° azioni	%
Comune di PRATO	2.167.704	46,92%
CONFINDUSTRIA LUCCA PISTOIA PRATO	2.082.696	45,08%
S.p.A. di PRATO	369.600	8%
Totale	4.620.000	100%

Cariche Sociali*	
CdA	Collegio Sindacale
Alessandro Brogi – Presidente C.d.A.	Stefano Ballerini – Presidente
Luciano Baggiani– Consigliere	Sauro Settesoldi – Sindaco Effettivo
Daniele Matteini – Consigliere	Nadia Olivieri – Sindaco Effettivo
Carlo Fiumanò – Consigliere	Cristina Galeotti Sindaco Supplente
Erika Pini – Consigliere	Gabriella Massagni – Sindaco Supplente
Mauro Lorenzini – Consigliere	
Fabio Reali – Consigliere	
	Società di Revisione



Lucas Baccagli

La Società oggetto di valutazione

Situazione Patrimoniale della Società - Attivo

Di seguito si riporta l'evoluzione della situazione patrimoniale di GIDA S.p.a. nel periodo 2020 - 2022* .

STATO PATRIMONIALE ATTIVO	Euro		
	2022	2021	2020
Crediti verso Soci per versamenti			528.600
Immobilizzazioni immateriali	142.674	136.951	112.131
Immobilizzazioni materiali	1 29.609.136	31.105.447	32.796.207
Immobilizzazioni finanziarie	2 444.427	442.441	1.074.203
Totale immobilizzazioni	30.196.237	31.684.839	34.511.141
Rimanenze	3 2.469.053	2.305.977	2.120.207
Crediti commerciali	4 14.836.917	13.408.508	9.944.889
Crediti tributari	4 4.119.411	3.857.143	1.011.907
Imposte anticipate	4 322.032	349.946	405.407
Crediti verso altri	2.657.997	2.995.924	2.972.068
Disponibilità liquide	749.865	516.976	1.585.698
Totale Attivo Circolante	25.155.275	23.434.474	18.040.176
Ratei e Risconti	487.147	519.505	545.595
Totale Attivo	55.838.659	55.638.818	53.096.912

4 I crediti tributari includono i crediti d'imposta L.160/2019 per euro 14.018, crediti d'imposta L.178/2020 per euro 1.268.380 (di cui utilizzabili nel 2024), crediti d'imposta per attività di ricerca e sviluppo (esercizi 2020 e 2021) per complessivi euro 77.527, crediti d'imposta per consumi di gas per euro 350.161, crediti d'imposta per energia elettrica per euro 576.354, sono altresì inclusi nella voce euro 1.445.440 di IVA, euro 361.881 per crediti IRES ed IRAP, il residuo è relativo a crediti per ritenute.

I crediti verso clienti sono esposti al netto del d.do svalutazione per complessivi euro 430.322

1 Tra le immobilizzazioni materiali sono ricomprese al 31/12/2022:

- Terreni e Fabbricati per euro 6,1/mln;
- Impianti e Macchinari per euro 23/mln;
- Attrezzature industriali e commerciali per euro 400/k
- Altre immobilizzazioni pe euro 89/k

Nel corso del 2022 la Società ha realizzato investimenti per euro 1,6/mln dei quali 1,5/mln finalizzato alla gestione degli impianti. Con una spese di euro 1,1/mln il cantiere che ha maggiormente impegnato la Società è quello inerente all'appalto pubblico per l'adeguamento dell'impianto di trattamento delle acque reflue urbane del depuratore di Calice.

2 Le rimanenze di materie prime fanno principalmente riferimento ai prodotti chimici ed ausiliari all'attività di depurazione dei fluidi che confluiscono negli impianti della Società ed ai pezzi ricambio per mantenere gli impianti.

3 I valori relativi alle partecipazioni in imprese collegate si riferiscono alla partecipata Vaiano Depur S.p.A..

Lucio Rocchi

La Società oggetto di valutazione

Situazione Patrimoniale della Società - Passivo

Di seguito si riporta l'evoluzione della situazione patrimoniale di GIDA S.p.a. nel periodo 2020 - 2022*.

STATO PATRIMONIALE PASSIVO	Euro		
	2022	2021	2020
Capitale Sociale	4.620.000	4.620.000	4.620.000
Riserve	9.100.063	9.164.081	9.374.559
Utile (perdita) esercizio	- 267.004 -	64.550 -	213.641
Patrimonio Netto	13.453.059	13.719.531	13.780.918
Fondi rischi ed oneri	1 1.034.601	1.064.098	1.077.314
TFR	356.976	720.142	830.899
Obbligazioni	2 900.000	1.000.000	
Debiti verso banche	18.714.995	19.747.474	17.985.709
Debiti verso altri finanziatori	3 35.254	45.214	
Debiti verso fornitori	9.053.946	5.712.150	6.366.832
Debiti tributari	158.251	143.341	124.160
Debiti verso istituti di previdenza	252.906	243.048	211.310
Altri debiti	1.403.135	1.611.848	1.673.962
Totale Debiti	31.910.064	30.287.315	28.270.186
Ratei e Risconti	10.475.536	11.631.972	11.045.808
Totale Passivo	55.838.659	55.638.818	53.096.912

- 1 Nel F.do rischi ed oneri sono ricompresi:
- il F.do imposte differite per euro 326.216 e che risultano accantonate nell'esercizio 2020 e determinate sulle differenze temporali nette (pari ad euro 960.608) emerse dalla sospensione degli ammortamenti e dei correlati ricavi per contributi in applicazione della deroga di cui all'art. 60 D.L. 104/2020 convertito con la L. 126/2020.
 - Altri fondi per accantonamenti per rischi relativi principalmente ad una cartella esattoriale da euro 582/k per le competenze 2016 Consorzio Bonifica

- 2 Nel corso del 2021 è stato emesso ed interamente sottoscritto e versato da Cassa di Risparmio di Prato un prestito obbligazionario ordinario non convertibile dal valore nominale di euro 1.000.000, emesso alla pari, fruttifero di interessi al tasso fisso del 4,25% annuo, con durata fino al 28 febbraio 2027.

- 3 Include il debito verso il MIUR relativo ad un finanziamento agevolato erogato a fronte di un progetto di ricerca finanziato ai sensi del D.M. 115/2013, il finanziamento è stato erogato nel 2021 per un importo iniziale di euro 55.123 ed è previsto un rimborso in rate semestrali con termine al luglio 2026



Lucio Roccaforte

La Società oggetto di valutazione

Conto Economico della Società

Di seguito si riporta l'evoluzione della situazione economica di GIDA S.p.a. nel periodo 2020 – 2022*

PROSPETTO DI CONTO ECONOMICO	Euro		
	2022	2021	2020
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1 29.363.847	22.947.404	19.798.151
Altri ricavi e proventi	2 4.056.293	1.886.623	1.395.255
Totale valore della produzione	33.420.140	24.834.027	21.193.406
per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	6.705.020	3.200.899	1.993.923
per servizi	3 18.303.911	13.156.748	12.082.160
per godimento beni terzi	452.266	434.153	396.966
per il personale	4.108.820	4.220.656	4.062.976
ammortamenti e svalutazioni	3.244.665	3.040.901	1.453.526
variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	- 163.076	- 185.770	- 102.273
altri accantonamenti	18.000		
oneri diversi di gestione	267.689	259.890	354.449
Differenza tra valori e costi della produzione	482.845	706.550	951.679
Proventi finanziari	4	10	361
Oneri finanziari	752.388	696.597	908.594
Gestione finanziaria	752.384	696.587	908.233
Svalutazione partecipazione			10.000
Utile prima delle imposte	- 269.539	9.963	33.446
Imposte correnti		39.512	18.561
Imposte relativa ad esercizi precedenti		- 7.424	- 36.722
Imposte differite e anticipate	- 2.535	42.425	265.248
Utile netto dell'esercizio	- 267.004	64.550	213.641



1 I ricavi delle vendite si suddividono come segue:
 - Depurazione civile ed industriale per euro 20.981.777;
 - Ricavi servizi ITL per euro 7.129.129;
 - Rimborsi servizi per euro 1.079.490;
 - Vendite varie per euro 1.377
 - Gestione impianti esterni per euro 172.074

2 Altri ricavi e proventi comprendi i contributi in conto esercizio per complessivi euro 2.215.239 relativi a crediti d'imposta energia elettrica e gas e per Ricerca e Sviluppo. La voce comprende altresì gli altri ricavi per complessivi euro 1.841.054 inclusivi della quota di competenza dei contributi in conto impianti.

3 Da segnalare un forte incremento di energia elettrica da euro 6,6milioni del 2021 ad euro 11milioni del 2022.

*Ai fini dell'analisi della situazione patrimoniale della Società è stato fatto riferimento ai dati contenuti nei bilanci approvati alla data del 31/12/2022, 31/12/2021, 31/12/2020.

C. Normativa di riferimento, principali ipotesi valutative e scelta del metodo di valutazione



Luca Pirelli

1. Le principali metodologie di valutazione

- La scelta del metodo di valutazione deve essere necessariamente effettuata in coerenza con le finalità della presente perizia e, pertanto, non può che ricadere su un metodo che rispetti i noti requisiti di razionalità, obiettività ed equità a cui il valutatore deve attenersi nella stesura della relazione di stima.
- Da un punto di vista più propriamente empirico, le metodologie di valutazione del capitale economico dell'azienda impiegate più di frequente sono:

1. Metodi basati su grandezze stock: detti anche patrimoniali, per i quali il valore dell'azienda da valutare può sintetizzarsi secondo la seguente formula:

$$W = K'$$

dove W esprime il valore dell'investimento sottoposto a stima e K' rappresenta l'investimento, ossia il valore di mercato in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività; tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

2. Metodi basati su grandezze di flusso: detti anche reddituali e/o finanziari, a seconda che la valutazione tenga conto della dinamica reddituale (flussi di reddito) oppure della dinamica finanziaria (flussi di cassa). I criteri economico - finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo. Più precisamente, tali metodi possono classificarsi come segue:

- Metodi reddituali: il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n (1+i)^{-n}$$

dove W rappresenta il valore dell'investimento, R il reddito atteso, R_n il flusso reddituale derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione dell'organismo aziendale e i il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di reddituali attesi in futuro; questi metodi trovano sovente applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, laddove gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

- Metodi finanziari: il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel tempo (l'orizzonte temporale può essere in ogni caso limitato o illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = F_1 (1+i)^{-1} + \dots + F_n (1+i)^{-n} + \dots + P_n (1+i)^{-n}$$

dove W è il valore dell'investimento, F1 ed F_n sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 ad n, mentre P_n è il flusso finanziario derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione dell'organismo aziendale e i il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro (può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato).

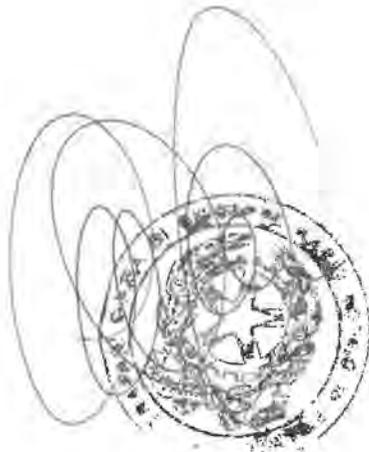
Lucio Dacogli 19 

1. Le principali metodologie di valutazione (segue)

3. **Metodi misti.** Detti anche “ibridi”, combinano opportunamente i diversi elementi ed i tratti metodologici indicati in precedenza, segnatamente quelli propri dei metodi patrimoniali e reddituali. Essi si fondano sull’ipotesi che il valore di un bene dipenda, al contempo, sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Nell’ambito di questi metodi, quello più diffuso è sicuramente il metodo “misto con stima autonoma dell’avviamento”, per il quale si determina il valore di un’azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività, successivamente rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale.
4. **Metodi di mercato:** sono conosciuti anche come metodi “diretti” poiché si basano su grandezze significative desunte dal mercato di riferimento quali, ad esempio, il prezzo corrente dei relativi titoli azionari (nel caso di azienda sottoposta a quotazione) ovvero, nel caso di azienda non quotata, un campione di aziende simili sotto il profilo strutturale ed operativo. Essi si basano pertanto sull’ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo registrato in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

Scendendo nel dettaglio, tali metodi possono classificarsi come segue:

- i metodi dei multipli di mercato, per i quali è necessario raffrontare la società da valutare con società quotate simili. Tale metodo è utilizzato anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche modo assimilabili a società quotate;
- i metodi delle transazioni comparabili, per i quali è necessario invece riconoscere all’azienda un valore pari ai prezzi registrati in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto realtà imprenditoriali comparabili.



Lucio Pecorelli

2. La scelta del metodo di valutazione

Tutto ciò premesso, si ritiene il metodo finanziario, il metodo valutativo più idoneo per gli scopi della presente perizia tenendo in considerazione le finalità e la Società oggetto di valutazione.

Nello specifico GIDA S.p.A. è valutata stand alone con il metodo **Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)**.

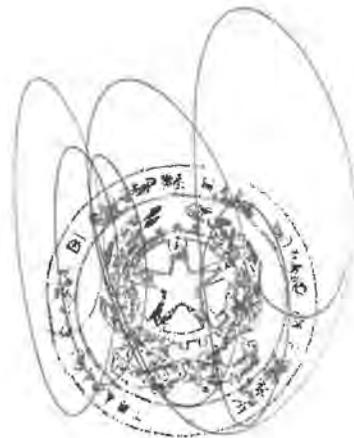
- La scelta del c.d. “metodo finanziario”, ovvero un metodo basato su una valutazione dei flussi di cassa prospettici, risulta anche suffragata anche dalla sentenza Enel-Gas (Tribunale di Milano, Sezione Specializzata in materia di Impresa, 3 settembre 2013, n. 8931/2013), nella quale i giudici di merito evidenziano che la valutazione delle partecipazioni, deve anche tenere conto, attraverso una valutazione prognostica in ordine alle future dinamiche di sviluppo della società ragionevolmente prefigurabili, delle prospettive reddituali della società.
- Pertanto, l'utilizzo di un metodo di valutazione basato sui flussi finanziari prospettici che l'impresa sarà in grado di generare nel tempo, opportunamente attualizzati alla data di riferimento della valutazione, costituisce, sotto un profilo teorico e laddove si disponga di piani pluriennali dettagliati e ragionevolmente attendibili, la scelta elettiva, in quanto permette, attraverso l'apprezzamento della capacità prospettica di generare redditi e flussi di cassa disponibili per i soci, di pervenire a risultati di stima che incorporino anche i valori degli intangibles aziendali (il cui autonomo apprezzamento risulterebbe altrimenti assai difficile, se non del tutto impossibile).
- Le analisi teoriche e dottrinarie del “metodo finanziario”, dimostrano che la ragione per la quale un investitore decide di acquistare un'attività è rappresentata dal fatto che questa genererà flussi di cassa in futuro. Il valore di un investimento, pertanto, non è dato dal valore percepito ma, piuttosto, rappresenta una funzione dei flussi di cassa prospettici attesi che incorporano, seppur indirettamente, anche una componente di valore riferibile agli intangibles aziendali.
- Gli input principali di tale modello valutativo sono, pertanto:
 - a) i flussi di cassa attesi,
 - b) il timing di tali flussi e
 - c) il tasso di attualizzazione che ne riflette la rischiosità e la stratificazione temporale.
- Il “metodo finanziario”, inoltre, permette di apprezzare la capacità di un investimento di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. Pertanto, tale metodologia consente di attribuire all'impresa o al suo ramo, un valore non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi futuri, ponendo particolare attenzione alle dinamiche finanziarie previste nel tempo.
- Rispetto a quanto previsto nei modelli “reddituali”, nel “metodo finanziario” si sostituisce quindi il criterio della “competenza economica” con quello della “competenza finanziaria”, eliminando gli effetti contabili tipici delle scritture di assestamento e individuando solo costi e ricavi a manifestazione monetaria.
- Alla luce delle caratteristiche della Multiutility e della prevedibilità degli elementi finanziari nel suo orizzonte temporale di operatività (ovverosia, la durata delle concessioni), il modello prescelto permette di apprezzarne la potenziale remuneratività, in una conformazione che sia focalizzata sulla dinamica finanziaria.



Lucio Bocuzzi
21 

2. La scelta del metodo di valutazione (segue)

- Il metodo implementato presuppone comunque un comune scenario previsionale, in relazione agli obiettivi di sviluppo dell'azienda, ed alle condizioni esterne in cui la stessa si troverà ad operare. L'analisi è stata quindi condotta, come già precisato, a partire dai dati economici previsionali stimati nell'orizzonte temporale 2024-2028 forniti dalla Società.
- Successivamente è stato utilizzato il **metodo dei multipli di mercato** come **metodo di controllo**.



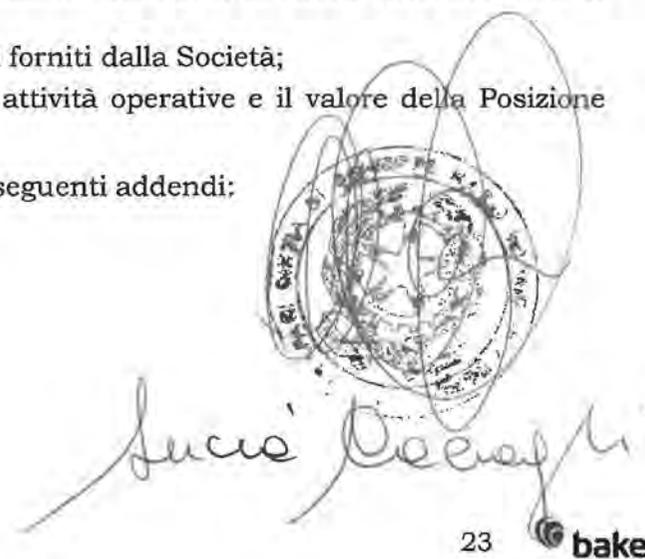
Lucio Pasquelli

3. Il metodo di valutazione utilizzato

- Le slides successive forniscono una descrizione riguardante la metodologia di valutazione utilizzata per stimare il valore della Società le cui azioni saranno oggetto di valutazione; la valutazione si basa sia sulla consistenza patrimoniale sia sulle proiezioni economico-finanziarie dei rispettivi *business plan* elaborati dai Management.
- Come detto, considerata la natura e le attività della società, è stata identificata la metodologia dell'**Unlevered Discounted Free Cash Flow** (UDCF) quale metodo di valutazione, basato sull'analisi dei flussi di cassa operativi derivanti dalle proiezioni contenute nei *business plan* nell'orizzonte 2024-2028, scontati alla data del 31/12/2023, data di riferimento della valutazione. **Tale scelta è stata assunta coerentemente con le tempistiche previste dal piano industriale, ossia al fine di comprendere nella valutazione i flussi reddituali derivanti dal piano di investimenti e dal conseguente sviluppo previsto.**
- Il metodo descritto come DCF (Discounted Cash Flow Method), si fonda sull'assunto che il valore del capitale di un'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo. Pertanto, il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (Net Present Value) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi).
- Per la sua applicazione è necessario partire dal NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari.
- Nello specifico il metodo finanziario utilizzato conosciuto come *Discounted Cash Flows* (DCF), nella versione *Unlevered Discounted Cash Flows Analysis* (UDCF), si sviluppa attraverso i seguenti passaggi metodologici:
 - la stima dei *Free Cash Flows for the Firm* (FCFF);
 - la valutazione delle attività operative (Enterprise Value), condotta mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti in base al costo medio ponderato del capitale (WACC);
 - la valutazione della Posizione Finanziaria Netta e dei *Surplus Asset*, sulla base dei valori forniti dalla Società;
 - la determinazione dell'*Equity Value*, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della Posizione Finanziaria Netta e dei *Surplus Asset*.
- Il valore del capitale economico della società (Equity Value) è dato pertanto dalla somma dei seguenti addendi:

+	Enterprise Value (EV)
+/-	PFN ¹
-	Minorities
+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	Equity Value (EqV)

¹ Comprensiva di eventuali distribuzioni di dividendi deliberate successivamente al 31/12/2023.



Lucio Deegan

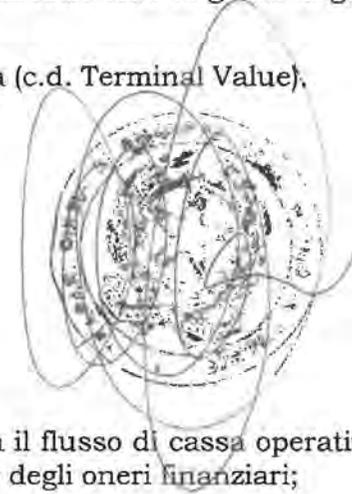
3. Il metodo di valutazione utilizzato (segue)

- L'UDCF si fonda sull'assunto che il valore del capitale di un'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo.
- Pertanto, il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (Net Present Value) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi).
- Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che si allunga la proiezione temporale, la prassi tende a considerare solo i flussi di un determinato arco temporale al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto Terminal Value.
- Il metodo dell'unlevered DCF comprende quindi in sé due componenti:
 - i flussi di cassa operativi netti attualizzati – basati sul piano industriale – che la Società sarà presumibilmente in grado di generare in un periodo di previsione analitico esplicito;
 - i flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati successivamente al periodo di previsione esplicita (c.d. Terminal Value).
- Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV}-g)(1+WACC_{n+1})^{n+1}}$$

Dove:

- **EV**, Enterprise value, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;
- **FCFF**, Free Cash Flow for the Firm, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;
- **WACC_t**, Weighted Average Cost of Capital.
- **g**, tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita;
- **["FCFF"]_n "(1+g)" o ["FCFF"]_{n+1}**, rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g.



Lucio Pecorelli

3. Il metodo di valutazione utilizzato (segue)

- Più nel dettaglio, il WACC rappresenta la media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'equity ed il valore del debito si ha pertanto:

$$WACC = w_e k_e + w_d k_d (1 - t_c)$$

dove:

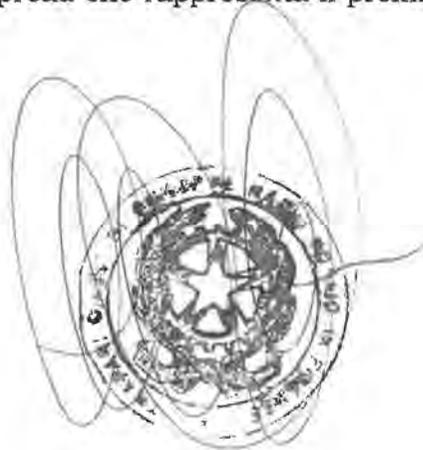
- t_c , aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.
 - w_e , peso attribuito al capitale proprio (E/D+E);
 - w_d , peso attribuito al capitale di terzi (D/D+E);
 - k_e , costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;
 - k_d , costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito.
- Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (Capital Asset Pricing Model). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio, aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

dove:

- r_f , rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;
 - $(r_m - r_f)$ o **ERP**, rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;
 - β , è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.
- In maniera analoga, il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa, ovvero:

$$K_d = k_{d_f} + \text{spread}$$



Lucio Peroglio

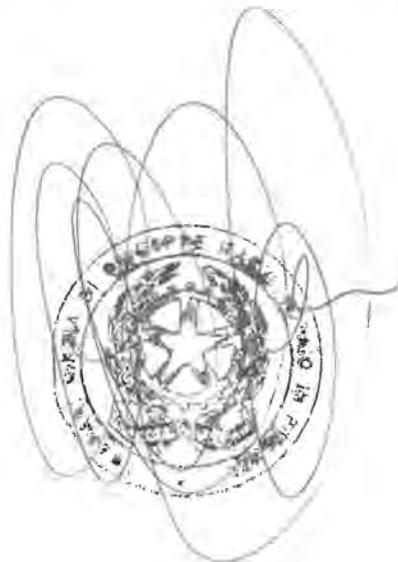
3. Il metodo di valutazione utilizzato

- Il flusso di cassa operativo netto, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

+	Reddito Operativo
-	Effetto fiscale figurativo del Reddito Operativo
=	<i>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</i>
+	Ammortamenti/accantonamenti/svalutazioni non monetarie
+/-	Δ Capitale circolante netto
+/-	Δ Fondi
-	Investimenti netti (Capex)
=	Flusso di Cassa Operativo Netto



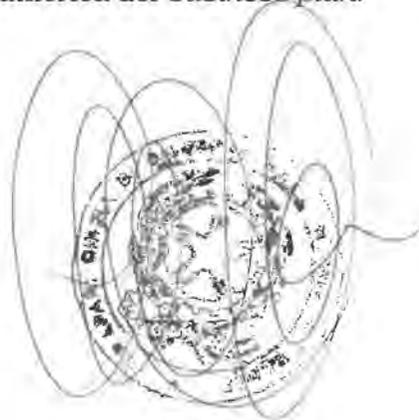
- Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, che dovrà poi essere corretto per la Posizione Finanziaria Netta al fine di ricavare il valore del solo capitale proprio, ossia del capitale economico di pertinenza dei soci.



Lucia Longhi

4. Il metodo di valutazione utilizzato (segue)

- Nell'applicazione del metodo di valutazione, la scrivente intende infine ricordare che:
 - le valutazioni sono state effettuate utilizzando i dati previsionali derivanti dalle proiezioni economico-finanziarie che presentano per loro natura profili di incertezza. Il business in cui la società opera è influenzato dall'andamento dello scenario energetico di riferimento: le principali ipotesi sottostanti le proiezioni economico-finanziarie potrebbero, anche in relazione alla variabilità dell'attuale scenario macroeconomico, non realizzarsi, con conseguenti impatti, anche rilevanti, sui risultati delle valutazioni;
 - le proiezioni economico-finanziarie ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolatorio. Pertanto eventuali evoluzioni potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;
 - nella metodologia dell'Unlevered Discounted Free Cash Flow parte significativa del valore è costituito dal valore terminale;
 - il metodo di valutazione presenta un'elevata soggettività valutativa riflessa in particolari ipotesi ed assunzioni come la scelta di valori adeguati per Market Risk Premium, coefficiente di crescita (g) e Beta. Inoltre, la determinazione del tasso di attualizzazione (WACC) potrebbe subire variazioni sostanziali in considerazione del contesto macroeconomico di riferimento, attualmente non prevedibili, che potrebbero impattare anche significativamente sulla valutazione;
 - le valutazioni non riflettono i contenziosi in essere, né i rischi legali e fiscali connessi alle aziende e alla loro attività;
 - le valutazioni non riflettono possibili perdite derivanti alle aziende, da insussistenze dell'attivo, da sopravvenienze passive o minusvalenze, da perdite monetarie.
- Nello specifico, inoltre:
 - non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* per confermare e/o rivedere le risultanze prospettiche contenute nei piani economico-finanziari di sviluppo base numerica dei *business plan*.



Lucio Cecchi

D Valutazione di GIDA S.p.a. con il metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)



Lucia Deaglio

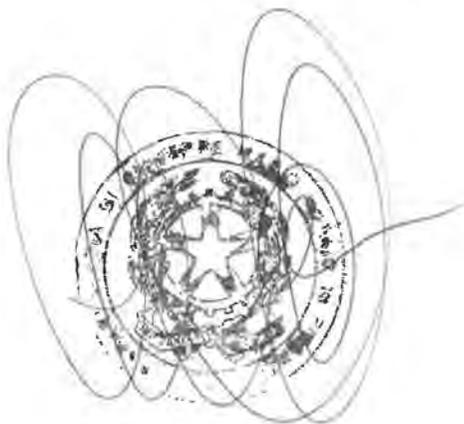
Expected Value - UDCF

Premesse metodologiche

- Per GIDA S.p.A. la valutazione è stata effettuata prendendo come base di partenza il piano di sviluppo prospettico contenuto nel business plan redatto dalla Società per il periodo intercorrente tra la data del 1 gennaio 2024 e la data del 31 dicembre 2028.
- La metodologia di valutazione utilizzata è quella **dell'Unlevered Discounted Free Cash Flow (UDCF)**, utilizzando i seguenti parametri:
 - Data valutazione: 31 dicembre 2023.
 - Per il periodo di stima (1 gennaio 2024 - 31 dicembre 2028) sono stati considerati i flussi di cassa generati dalla Società come previsto dal business plan.
- Il Terminal Value è stato determinato utilizzando il flusso di cassa in perpetuity, considerando un EBITDA di euro 3,6 mln (in linea con il 2028) con investimenti pari agli ammortamenti (euro 2,1 mln) e un tasso di crescita (g) pari al 2,05%*
- Il WACC è stato stimato pari a 5,8%, come da sviluppo calcoli di seguito individuati.
- Il Brige to Equity considerato include il debito netto previsto dalla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2023 unitamente ad altri aggiustamenti (e.g. fondo TFR), per un importo complessivo di euro 20,7 mln.

Di seguito si illustra la determinazione delle varie componenti di calcolo che hanno consentito la determinazione del valore delle azioni.

*Il tasso di crescita (g) utilizzato è stato determinato con riferimento alle stime di inflazione fornite dalla Banca d'Italia e Istat nel quarto trimestre 2023 per i successivi anni.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA. L'area ombreggiata riporta i dati previsti.

Lucio Roccaforte

Expected Value - UDCF

1. Calcolo del WACC

Di seguito si riporta una tabella di sintesi che evidenzia la composizione delle singole componenti del **WACC** utilizzato nelle analisi valutative.

GIDA	WACC
Unlevered beta	0,39
D/E	106%
Tax Rate	24%
Levered beta	0,70
Risk free rate	4,3%
Market Risk Premium	4,6%
Ke	7,6%
Pre-Tax Kd	5,5%
Corporate Tax Rate	24%
Kd	4,2%
Wacc	5,8%



1. Fonte: Ministero Economia e Finanze
2. Fonte: banche dati MedioBanca J.P. Moran & Goldman Sachs
3. Prof. Aswath Damodaran, January 2024

- **Risk Free Rate¹**: risk free rate di titoli di stato italiani decennali, come media i del 2023. Tale approccio è stato utilizzato per tenere conto dell'attuale dinamica dei tassi.
- **Unlevered Beta²**: per la definizione di questo parametro si è fatto riferimento ai coefficienti del rischio sistematico di un campione di società che fossero comparabili alla Società in questione.
- **Levered Beta**: tale parametro è stato calcolato partendo dal valore di unlevered beta moltiplicato per il valore mediano rappresentativo della percentuale di indebitamento in rapporto all'equity (D/E) di un panel di aziende comparabili, tenuta in considerazione l'aliquota fiscale IRES italiana del 24%
- **Market Risk Premium³**: è stata utilizzata la componente di rischio associata al paese «Germania» (Damodaran, January 2024); si utilizza tale tasso considerato di una economia matura (no Italia come il Risk Free) per evitare fenomeni di *double counting*.
- **D/E**: si è fatto riferimento alla effettiva struttura finanziaria mediana delle società appartenenti al Panel utilizzato per la stima del Beta.
- **Costo del debito ante imposte (Pre-tax Kd)**: è il tasso di interesse medio sul debito lordo di GIDA per il periodo 2024-28 (stesso periodo utilizzato per la valutazione).
- **Costo del debito post imposte (Kd)**: è stato calcolato applicando al valore di cui al punto precedente l'aliquota fiscale corporate italiana del 24%.

Country	Company
United Kingdom	United Utilities Group Plc
United Kingdom	Pennon Group Plc
United Kingdom	Severn Trent Plc
France	Veolia Environnement Sa
Italy	Acea S.P.A.

Lucio Agioli



Expected Value UDCF

2. Attualizzazione dei flussi di cassa e valutazione periodo esplicito

Di seguito si riportano i flussi di cassa stimati sulla base del Business Plan della Società elaborato dal Management per il periodo 2024-2028:

Valutazione - Unlevered Discounted Cash Flow	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	TV 31/12/2028
EBITDA	3.442.046	4.071.798	3.986.918	3.868.152	3.629.073	3.629.073
Ammortamenti	- 2.179.355	- 2.617.749	- 2.817.070	- 2.652.116	- 2.099.564	- 2.099.564
Accantonamenti e svalutazioni	- 35.000	- 35.000	- 35.000	- 35.000	- 35.000	- 35.000
EBIT	1.227.691	1.419.050	1.134.848	1.181.036	1.494.509	1.494.509
Tasse figurative	- 353.821	- 408.970	- 327.063	- 340.375	- 430.718	- 430.718
NOPAT	873.871	1.010.080	807.785	840.661	1.063.792	1.063.792
Ammortamenti	2.179.355	2.617.749	2.817.070	2.652.116	2.099.564	2.099.564
Accantonamenti e svalutazioni	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Delta CCN	2.461.356	425.393	740.979	209.831	223.198	-
Investimenti	- 2.642.500	- 3.142.500	- 500.000	- 500.000	- 500.000	- 2.099.564
FCFO	2.907.081	945.721	3.900.834	3.237.608	2.921.553	1.098.792

Successivamente utilizzando la metodologia delle MID-YEAR CONVENTION si attualizzano i flussi FCFO 2024-2028 utilizzando un WACC del 5,8% come precedentemente calcolato:

Attualizzazione dei flussi di cassa prospettici 2024-2028	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
	2.826.241	868.864	3.386.752	2.656.361	2.264.886

Infine si sommano algebricamente i flussi di cassa prospettici attualizzati dal 2024 al 2028. Il periodo esplicito ammonta, quindi, ad euro 12.003.105

**Totale periodo esplicito
2024 - 2028**

12.003.105

31 bakertilly

Expected Value - UDCF

3. Calcolo del Terminal Value

- Come precedentemente specificato il TV è determinato utilizzando il flusso di cassa in perpetuity, considerando un EBITDA di euro 3,6 mln (in linea con il 2028) con investimenti pari agli ammortamenti (euro 2,1 mln) e un tasso di crescita (g) pari al 2,05%.

Calcolo TV - GIDA S.p.A.

Partendo dall' EBITDA complessivo di GIDA del 2028 (pari a euro 3,6/mln), ponendo Δ Capitale Circolante Netto = zero e capex = ammortamenti). Il TV ammonta ad euro **29,7/Mln**, applicando la seguente formula al FCFO del 31 dicembre 2028 pari ad euro **1,1/Mln**:

$$TV = \frac{UFCF_n (1+g)}{(WACC-g)} = \frac{UFCF_{n+1}}{(WACC-g)}$$

TV totale ammonta ad euro 29.752.140



Infine si attualizza il Terminale Value totale di euro 28/Mln prendendo come riferimento il tempo (t) al 31 dicembre 2028 e come tasso di attualizzazione il WACC precedentemente stimato del 5,8%

Il Terminal Value totale attualizzato ammonta ad euro 22.416.520



Expected Value - UDCF

4. Determinazione del bridge to equity

Sulla base del metodo di determinazione del capitale economico utilizzato (*Unlevered Discounted Cash Flow*) il valore economico di una Società (c.d. Equity Value) è pari a:

+	Enterprise Value (EV)
+/-	PFN
-	Minorities
+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	Equity Value (EqV)



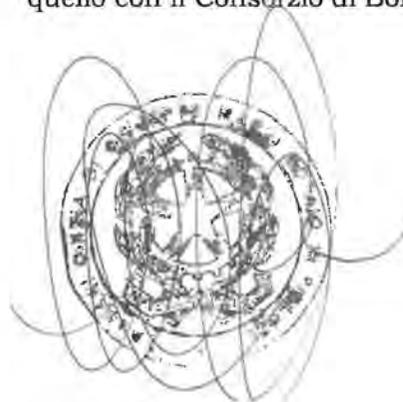
Bridge to Equity	31/12/2023
BtE	20.720.282
PFN	18.804.607
Altri aggiustamenti	1.915.675
<i>Minorities</i>	
<i>Associates</i>	
<i>Pensions</i>	287.312
<i>Provisions</i>	1.628.363

Dove:

- **Minorities:** rappresentano la parte di capitale degli azionisti di minoranza (*minority shareholders*) in una società controllata o collegata;
- **Surplus Assets:** rappresentano le componenti del capitale investito non inerenti alla gestione caratteristica, ad esempio le partecipazioni in società non consolidate;
- **Fondi pensioni:** rappresentano il fondo trattamento di fine rapporto con il personale dipendente;
- **Fondi di accantonamento:**

La tabella qui di fianco mostra il calcolo del **bridge to equity** al 31 dicembre 2023 che ammonta ad euro **20,7/Mln.** Dove:

- **PFN**= Posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2023
- **Pensions:** Il valore del Trattamento di fine rapporto al 31 dicembre 2023
- **Provisions:** Fondo rischi per i contenziosi in essere. Il contenzioso principale è quello con il Consorzio di Bonifica.

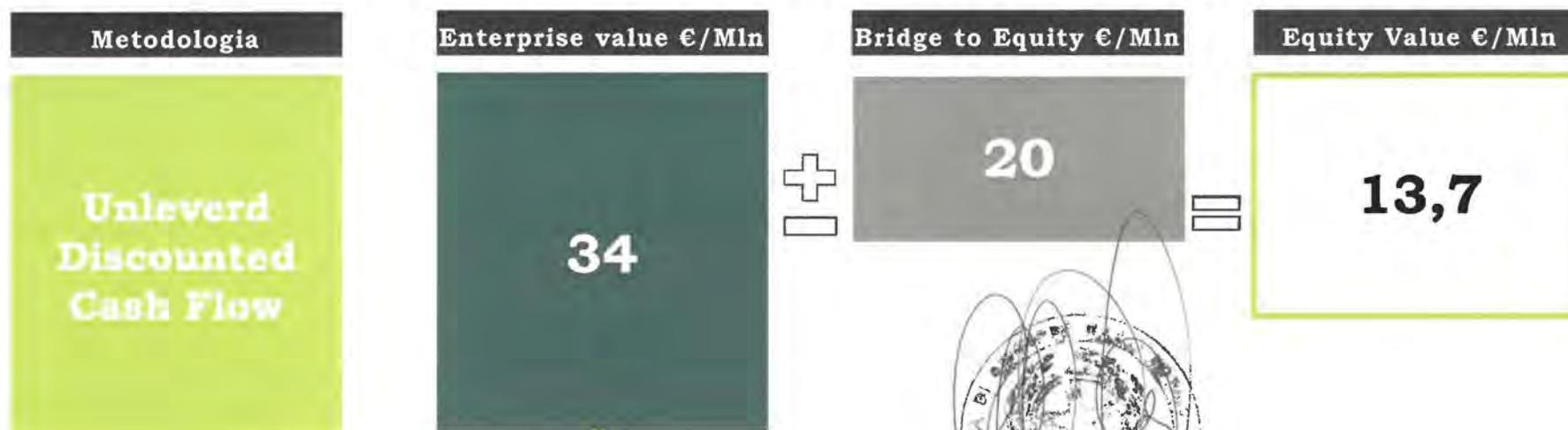


Lucio Pocaroli

Expected Value - UDCF

5. Determinazione dell'Equity Value

L'**Equity Value**, pertanto, risulterà dalla differenza tra l'Enterprise Value (EV), calcolato come valore attuale netto (VAN) dei flussi di cassa netti previsti generati dalla gestione operativa (c.d. *Unlevered Free Cash Flows* o UDCF), e la posizione finanziaria netta consolidata a valori di mercato (comprensiva di eventuali distribuzioni di dividendi deliberate successivamente alla data di valutazione), l'eventuale patrimonio netto di terzi (c.d. *Minorities Interest*), le eventuali passività per fondi pensione o fondi di smantellamento degli impianti, e tenendo infine conto .



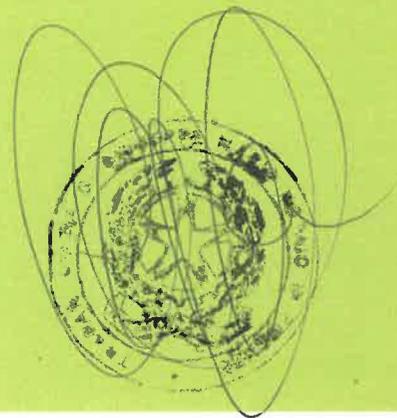
Di seguito si riporta il **valore per esteso**.

Valutazione GIDA al 31/12/2023

13.699.343

*Lucio De Angelis*³⁴ 

E. Valutazione di GIDA S.p.a. con il metodo dei multipli di mercato [metodo di controllo]



Lucio Lenziagli

Metodo dei Multipli di mercato

Metodo di controllo e considerazioni generali

Al fine di confermare la bontà della valutazione ottenuta attraverso l'implementazione del metodo principale, la prassi valutativa richiede generalmente l'applicazione di altri metodi, definiti dalla dottrina come "metodi controllo".

Nella presente relazione di stima viene preso a riferimento come metodo di controllo il metodo dei **multipli di mercato**.

Il metodo dei multipli di mercato è qui basato sul multiplo della più utilizzata grandezza reddituale; in particolare si tratta di una grandezza reddituale di tipo intermedio, l'EBITDA, opportunamente evidenziata nei bilanci riclassificati.

Nel modello dei multipli basato sull'EBITDA le valutazioni sono condotte utilizzando un approccio asset side, secondo il quale si perviene al valore di mercato dell'impresa deducendo l'indebitamento netto dal valore complessivo dell'impresa stessa. Il metodo dei multipli di mercato giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base delle quotazioni di borsa di un campione di società quotate comparabili.

L'ipotesi di base consiste nell'assumere che il valore di una impresa sia proporzionalmente collegato all'andamento di una variabile economica prescelta come parametro di performance. Dal punto di vista del calcolo, conoscendo il valore di borsa o il prezzo di alcune imprese comparabili ed una variabile strettamente collegata agli stessi (variabile di riferimento) sarà possibile costruire un rapporto medio fra le due grandezze osservate. Conoscendo il valore della variabile di riferimento sviluppato dalla società oggetto di valutazione, si assume valida la medesima relazione (rapporto medio = rilevata per il campione delle società comparabili, da cui consegue che il valore ricercato della società da valutare sarà uguale al prodotto tra il valore che la variabile di riferimento assume nella società oggetto di valutazione e il rapporto medio osservato fra le imprese comparabili.



Lucio Rocchi

Metodo dei Multipli di mercato

Metodo di controllo e considerazioni generali



Primo passo della valutazione basata sul metodo dei multipli è quello della scelta del Pane di Comparables. A tale fine si sono considerati gli orientamenti che emergono dalle indicazioni curate dal Prof. M. Massari e contenute nella Guida alla Valutazione Editore Borsa Italiana che al riguardo suggerisce come la prima e fondamentale scelta nell'ambito di una valutazione con i multipli è la selezione delle società comparabili, necessaria al fine di costruire un campione omogeneo rispetto alla società da valutare. A tal proposito viene presentata una serie di parametri significativi per la costruzione di un paniere razionale, classificati in base a tre livelli di confrontabilità:

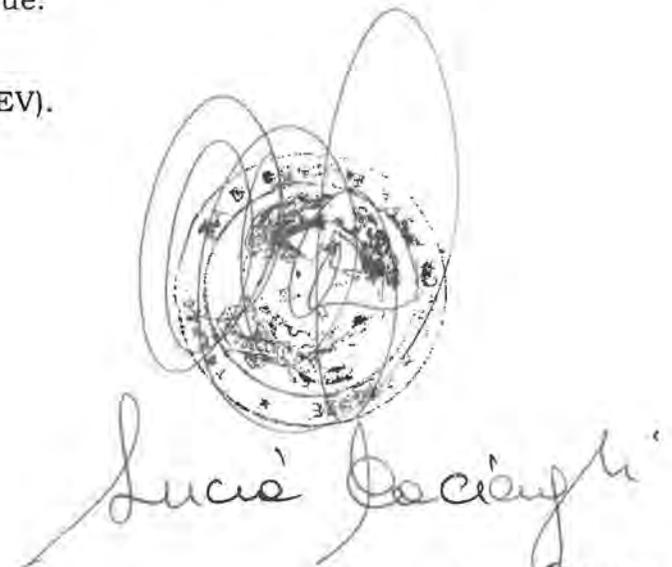
- confronto infra-settoriale nazionale;
- confronto infra-settoriale internazionale;
- confronto intersettoriale

Fra le variabili di confronto di tipo quantitativo, invece, rientrano in primo luogo i dati economici e finanziari storici prospettici. Senza dubbio la capacità di creare valore, espressa dai risultati operativi.

Le tipologie di multipli utilizzate per determinare il valore economico dell'impresa, sono due:

1. Multipli calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale;
2. Multipli calcolati avendo riguardo al valore totale dell'impresa (c.d. Enterprise Value, EV).

Valore di mercato del capitale operativo ENTERPRISE VALUE (EV)	Bridge to Equity BTE
	Valore di mercato del patrimonio netto EQUITY VALE (E)



Metodo dei Multipli di mercato

Applicazione del metodo del multiplo di mercato

Il primo passo da compiersi ai fini della valutazione con il metodo dei multipli di mercato è quello della individuazione delle società comparabili; a questo fine e coerentemente con le indicazioni metodologiche di cui al paragrafo precedente si è preso come riferimento il seguente panel di società:

Comparable companies	Country	Ticker	MKT cap (\$)	EV/Sales	EV/EBITDA	P/E	Price/Cash Flow	Price/Book
SECHE ENVIRONNEMENT SA	FR	CCHE.PA	987.91m	1,4x	6,8x	16,9x	5,5x	2,9x
RENEWI PLC/d	UK	RWI.L	565.56m	0,6x	5,1x	9,5x	6,4x	1,4x
GROUPE PIZZORN/d	FR	GPEP.PA	244.17m	1,0x	4,7x	14,8x	5,0x	2,5x
ENVIPCO HOLDING NV	NL	ENVI.AS	188.21m	1,5x	7,5x	17,0x	N.A.	3,3x
LASSILA & TIKANOJA OYI	FI	LAT1V.HE	375.75m	0,7x	5,4x	11,5x	3,8x	1,6x
		Media		1,0x	5,9x	13,9x	5,2x	2,3x
		Mediana		1,0x	5,4x	14,8x	5,2x	2,5x



E' stato acquisito come multiplo il valore medio pari a 5,9x del panel di società di cui alla tabella precedente, come da prassi.

Come EBITDA è stato acquisito il valore dell'EBITDA del 2023 pari ad **euro 5.806.589**.

Il Bridge to Equity ammonta ad euro 20.720.282, come da calcoli effettuati in sede di valutazione con il metodo UDCF.

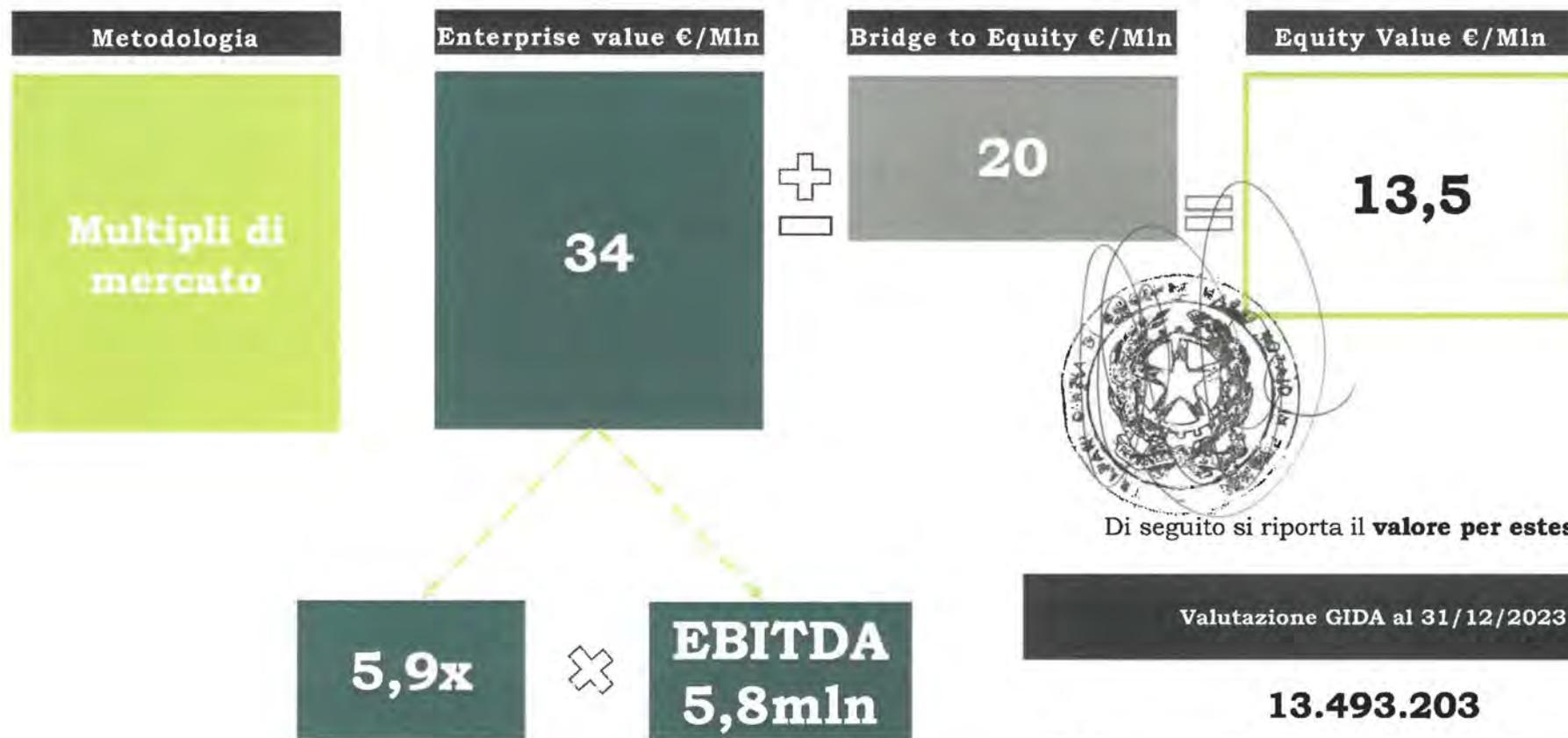
L'Enterprise Value ammonta ad euro 34.213.486, dato dal prodotto tra il multiplo 2023 [5,9x] e l'Ebitda 2023 di Gida pari ad euro 5.806.589.

Lucio Cocciaglio

Expected Value – Metodo dei Multipli

5. Determinazione dell'Equity Value

L'**Equity Value**, pertanto, risulterà dalla differenza tra l'Enterprise Value (EV), e la posizione finanziaria netta consolidata a valori di mercato (comprensiva di eventuali distribuzioni di dividendi deliberate successivamente alla data di valutazione), l'eventuale patrimonio netto di terzi (c.d. *Minorities Interest*), le eventuali passività per fondi pensione o fondi di smantellamento degli impianti, e tenendo infine conto .



Di seguito si riporta il **valore per esteso**.

Valutazione GIDA al 31/12/2023

13.493.203

Lucio Bonaghi

F. Equity Value di GIDA S.p.a.



Lucio Cecchetti

Expected Value – GIDA S.p.A.

Equity Value di GIDA S.p.A.



- L'Equity Value di GIDA S.p.a. viene pertanto determinato confrontando il valore emerso in sede di valutazione con il *book value* del patrimonio detto Società relativo all'ultimo bilancio approvato dall'assemblea dei soci.

Di seguito si riporta la tabella di confronto.

Equity value: confronto valore peritale vs patrimonio netto 31/12/2022

Società	Valore peritale metodo UDCF	Valore peritale Multipli mercato	Patrimonio Netto 31/12/2022
GIDA S.p.A.	13.699.343	13.493.203	13.453.059
Totale	13.699.343	13.493.203	13.453.059

Alla luce di quanto sopra esposto, e tenuto conto di una differenza non significativa tra valore peritale e il *book value*, lo scrivente perito ritiene di concludere le proprie operazioni peritali sulla base delle seguenti risultanze:

Il valore corrente teorico del capitale economico riferibile ad **Gida S.p.A.** alla data di riferimento del **31 dicembre 2023** è stato ottenuto utilizzando i metodi valutativi illustrati nel presente lavoro. Alla luce di tutto quanto emerso, appare ragionevole precisare che a seguito della minima differenza tra valore peritale e *book value*, il sottoscritto ritiene prudenzialmente applicabile il secondo.

Detta stima, in sostanza, identifica il risultato più rappresentativo della peculiare configurazione del valore ricercata ed evidenzia un valore complessivo riferibile al capitale economico di G.I.D.A. S.p.A., ad **euro 13.453.059**.



Luca Poggioli

G. Allegati



Lucio Canevari

Allegati

Allegato 1

Di seguito si riporta il business plan di GIDA 2024-2028 approvato dal C.d.A. in data 09/02/2024



Descrizione voce	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi caratteristici	30.249.456	28.408.766	29.317.825	29.466.825	29.615.825	29.615.825
Altri ricavi	1.346.632	169.320	170.520	170.520	170.520	170.520
Ricavi totali	31.596.089	28.578.086	29.488.345	29.637.345	29.786.345	29.786.345
% YoY		-9,6%	3,2%	0,5%	0,5%	0,0%
Costi Variabili	(16.310.520)	(16.060.325)	(16.121.687)	(16.281.398)	(16.442.881)	(16.606.157)
Costi Fissi	(4.840.398)	(4.796.628)	(4.835.001)	(4.873.681)	(4.912.671)	(4.951.972)
Var. rim. MP e PF	(291.228)	175.780	30.647	31.082	---	---
Valore aggiunto	10.153.942	7.896.913	8.562.305	8.513.349	8.430.794	8.228.216
% su Ricavi totali	32,1%	27,6%	29,0%	28,7%	28,3%	27,6%
Costo del personale	(4.347.353)	(4.454.868)	(4.490.506)	(4.526.431)	(4.562.642)	(4.599.143)
Ebitda	5.806.589	3.442.046	4.071.798	3.986.918	3.868.152	3.629.073
% su Ricavi totali	18,4%	12,0%	13,8%	13,5%	13,0%	12,2%
Ammortamenti	(3.198.138)	(2.923.034)	(3.300.523)	(3.398.475)	(3.142.442)	(2.520.638)
Contributi in c/Impianti	1.055.698	743.680	682.774	581.404	490.326	421.074
Svalutazioni e accantonamenti	(1.377.791)	(35.000)	(35.000)	(35.000)	(35.000)	(35.000)
Ebit	2.286.359	1.227.691	1.419.050	1.134.848	1.181.036	1.494.509
% su Ricavi totali	7,2%	4,3%	4,8%	3,8%	4,0%	5,0%
Gestione finanziaria	(1.343.812)	(1.158.139)	(768.091)	(610.124)	(588.716)	(535.377)
Oneri fin cc	(67.052)	(66.917)	(240.608)	(242.993)	(332.098)	(317.260)
Interessi fin cc	---	---	---	---	---	---
Oneri fin ml	(1.073.313)	(965.121)	(401.837)	(266.229)	(162.547)	(124.310)
Commissioni	(155.833)	(101.101)	(100.646)	(75.901)	(69.071)	(68.807)
Altri oneri fin	(47.614)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)
Altri proventi fin	---	---	---	---	---	---
Gestione straordinaria	---	---	---	---	---	---
Risultato ante imposte	942.547	69.552	650.958	524.724	592.320	959.133
Imposte correnti	(253.984)	(118.692)	(269.171)	(226.937)	(247.156)	(352.110)
(Imposte anticipate)	---	---	---	---	---	---
Gestione tributaria	(253.984)	(118.692)	(269.171)	(226.937)	(247.156)	(352.110)
Risultato netto d'esercizio	688.563	(49.140)	381.788	297.788	345.164	607.023
% su Ricavi totali	2,2%	-0,2%	1,3%	1,0%	1,2%	2,0%

Luca Cavigli

Allegati

Allegato 1

Descrizione voce	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rimanenze	2.177.825	2.353.605	2.384.253	2.415.335	2.446.859	2.478.831
Crediti commerciali	17.083.154	14.695.134	14.416.763	14.439.334	14.461.905	14.426.905
Debiti commerciali	(8.073.165)	(7.960.960)	(7.999.028)	(8.074.753)	(8.151.272)	(8.228.594)
CCN COMMERCIALE	11.187.814	9.087.780	8.801.988	8.779.916	8.757.493	8.677.142
CCN/Ricavi totali	35%	32%	30%	30%	29%	29%
Altre attività	5.763.910	4.854.953	4.521.400	3.766.056	3.542.230	3.362.971
Altre passività	(1.438.433)	(1.083.298)	(1.081.846)	(1.080.410)	(1.078.991)	(1.077.580)
TFR E Fondi rischi e oneri	(2.373.132)	(2.238.203)	(2.051.063)	(2.051.063)	(2.051.063)	(2.051.063)
CCN OPERATIVO	13.140.159	10.621.232	10.190.479	9.414.500	9.169.669	8.911.471
Immobilizzazioni tecniche	72.253.301	75.053.301	78.353.301	78.853.301	79.353.301	79.853.301
Fondo Ammortamento imm. tecniche	(43.534.801)	(46.457.835)	(49.758.358)	(53.156.833)	(56.299.275)	(58.819.913)
Risconti passivi c/Impianti	(9.356.858)	(8.613.178)	(7.930.404)	(7.348.999)	(6.858.673)	(6.437.599)
Immobilizzazioni finanziarie	444.428	444.428	444.428	444.428	444.428	444.428
INVESTIMENTI STRUTT. NETTI	19.806.070	20.426.715	21.108.966	18.791.896	16.639.780	15.040.216
CAPITALE INVESTITO NETTO	32.946.228	31.047.947	31.299.446	28.206.396	25.809.449	23.951.688
PFN A BREVE TERMINE	3.355.598	4.047.726	8.101.938	8.502.949	7.360.030	5.802.037
Prestito obbligazionario CR Prato	700.000	500.000	300.000	100.000	---	---
Mutuo Banco Popolare (nr 03754309)	---	---	---	---	---	---
Mutuo Banco Popolare coperto	---	---	---	---	---	---
Mutuo MPS '17	292.350	179.230	61.053	---	---	---
Mutuo Pool BCC '20	2.584.063	2.357.107	1.433.812	484.595	---	---
Mutuo Banca Cambiano 1884 SpA	673.694	475.464	271.624	62.017	---	---
Mutuo Intesa ex Ubi Banca	1.100.000	700.000	300.000	---	---	---
Mutuo MPS Sace SpA '21	1.053.000	729.000	405.000	81.000	---	---
Finanziamento Soci	---	---	---	---	---	---
Finanziamento MIUR Ricerca	25.244	20.220	10.135	---	---	---
Mutuo MPS Capital Services SpA	6.620.658	5.846.720	5.041.514	4.203.779	3.332.199	2.425.407
Mutuo Pool BCC new	2.400.000	2.100.000	900.000	---	---	---
FINANZIAMENTI A M/L TERMINE	15.449.009	12.907.740	8.723.239	4.931.391	3.332.199	2.425.407
POSIZIONE FIN. NETTA TOTALE	18.804.607	16.955.466	16.825.177	13.434.340	10.692.229	8.227.444
Capitale + Riserve	13.453.058	14.141.621	14.092.481	14.474.269	14.772.056	15.117.221
Utile/Perdita esercizio	688.563	(49.140)	381.788	297.788	345.164	607.023
Patrimonio netto	14.141.621	14.092.481	14.474.269	14.772.056	15.117.221	15.724.244
CAPITALE RACCOLTO	32.946.228	31.047.947	31.299.446	28.206.396	25.809.449	23.951.688

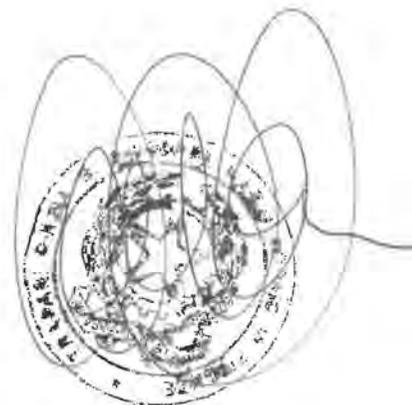
Luca Cecchi 44 

Allegati

Allegato 1

RENDICONTO FINANZIARIO					
Curo	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1.227.691	1.419.050	1.134.848	1.181.036	1.494.509
Imposte di competenza esercizio	(118.692)	(269.171)	(226.937)	(247.156)	(352.110)
RISULTATO OPERATIVO DOPO LE IMPOSTE	1.108.999	1.149.879	907.911	933.880	1.142.400
Ammortamenti	2.923.034	3.300.523	3.398.475	3.142.442	2.520.638
Svalutazioni	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Contributi in c/impianti	(743.680)	(682.774)	(581.404)	(490.326)	(421.074)
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO LORDO	3.323.354	3.802.628	3.759.981	3.620.996	3.276.963
(Aumento) / Diminuzione Rimanenze	(175.780)	(30.647)	(31.082)	(31.524)	(31.972)
(Aumento) / Diminuzione Crediti	2.353.019	243.371	(57.571)	(57.571)	---
Aumento / (Diminuzione) Fornitori	(112.205)	38.068	75.725	76.519	77.323
(Aumento) / Diminuzione altre attività	751.456	176.053	755.344	223.826	179.259
Aumento / (Diminuzione) altre passività	(355.134)	(1.452)	(1.436)	(1.419)	(1.412)
Aumento (Diminuzione) Fondo TFR	(134.930)	(187.140)	---	---	---
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO	5.649.780	4.040.880	4.500.961	3.830.827	3.500.161
Investimenti netti in Immobilizzazioni tecniche	(2.800.000)	(3.300.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)
Contributi all'incasso	157.500	157.500	---	---	---
Aumento / (Diminuzione) Risconti passivi c/impianti	---	---	---	---	---
(Aumento) / Diminuzione Immob. Fin.	---	---	---	---	---
FLUSSO DI CASSA DOPO INVESTIMENTI	3.007.280	898.380	4.000.961	3.330.827	3.000.161
(Rimborso) Prestito obbligazionario CR Prato	(200.000)	(200.000)	(200.000)	(100.000)	---
(Rimborso) Mutuo Banco Popolare (nr 03754309)	---	---	---	---	---
(Rimborso) Mutuo Banco Popolare coperto	---	---	---	---	---
(Rimborso) Mutuo MPS '17	(113.121)	(118.177)	(61.053)	---	---
(Rimborso) Mutuo Poll BCC '20	(226.956)	(923.195)	(949.317)	(484.595)	---
(Rimborso) Mutuo Banca Cambiano 1884 SpA	(198.230)	(203.840)	(209.607)	(62.017)	---
(Rimborso) Mutuo Intesa ex Ubi Banca	(400.000)	(400.000)	(300.000)	---	---
Accensione/(Rimborso) Mutuo MPS Sace SpA '21	(324.000)	(324.000)	(324.000)	(81.000)	---
Accensione/(Rimborso) Finanziamento Soci	---	---	---	---	---
Accensione/(Rimborso) Finanziamento MIUR Ricerca	(5.024)	(10.085)	(10.135)	---	---
Accensione/(Rimborso) Mutuo MPS Capital Services SpA	(773.938)	(805.205)	(837.736)	(871.580)	(906.792)
Accensione/(Rimborso) Mutuo Pool BCC new	(300.000)	(1.200.000)	(900.000)	---	---
Aumento (Diminuzione) Finanziamenti mezzi propri	0	(0)	---	---	---
Gestione finanziaria	(1.158.139)	(768.091)	(610.124)	(588.716)	(535.377)
FLUSSO DI CASSA DOPO FINANZIAMENTI	(692.128)	(4.054.212)	(401.011)	1.142.919	1.557.993
Gestione Straordinaria	---	---	---	---	---
FLUSSO DI CASSA NETTO	(692.128)	(4.054.212)	(401.011)	1.142.919	1.557.993
PFN A BREVE TERMINE INIZIALE	(3.355.598)	(4.047.726)	(8.101.938)	(8.502.949)	(7.360.030)
PFN A BREVE TERMINE FINALE	(4.047.726)	(8.101.938)	(8.502.949)	(7.360.030)	(5.802.037)

Lucio Cocchi



Baker Tilly Revisa S.p.A. è membro indipendente del gruppo internazionale Baker Tilly International che rappresenta in esclusiva per l'Italia per l'attività di audit. Baker Tilly International è il nono gruppo mondiali di revisione contabile ed opera in 141 paesi con circa 43.000 collaboratori dislocati in 658 uffici. Il volume di affari è di circa 5,2 miliardi di dollari nel 2023.

Fondata nel 1974 **Baker Tilly Revisa S.p.A.** è una società di revisione ed organizzazione contabile iscritta all'Albo Speciale delle Società di Revisione autorizzate dalla Consob alla revisione contabile legale ai sensi del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, fin dalla prima formazione dello stesso nel 1980.

Baker Tilly Revisa S.p.A.

Lidia Caciagli
Socio Procuratore

A handwritten signature in cursive script, which appears to read "Lidia Caciagli".