

RELAZIONE DI STIMA
DEL PATRIMONIO SOCIALE

Società CEM AMBIENTE S.p.A.

a cura dell'esperto

Corrado Colombo
Dottore Commercialista - Revisore Contabile
Via Carducci, 32 – 20123 MILANO

Premessa

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

* * *

RELAZIONE DI STIMA PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL
PATRIMONIO SOCIALE DELLA CEM AMBIENTE S.p.A.” CON SEDE IN CAVENAGO
BRIANZA (MB) –

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

premesse che:

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

- Il valore da attestare è quello del “capitale economico” della società. La cessione non è finalizzata ad operazioni di realizzo o di fusione, ma all’ingresso di altri Comuni nel patrimonio della società a ulteriore completamento del suo progetto di efficientamento; quindi, nella valutazione saranno tenuti presenti elementi prudenziali che caratterizzano una scelta non “di mercato” coerente con l’impostazione della società.
- Il sottoscritto ha redatto più perizie sul medesimo oggetto, l’ultima in data 06.06.2024 ed altre in data 19.10.2023, 20.07.2022, 10.06.2021; inoltre, in occasione delle opportunità previste dal D.L. 104/2020 in tema di rivalutazione dei beni aziendali, ha prodotto apposito parere a corredo della decisione di rivalutare presa dalla società in occasione del bilancio 2020; la presente perizia si deve intendere quindi, anche per ragioni di continuità ed equità nei confronti dei vari soggetti nel tempo coinvolti (i Comuni che negli anni sono entrati in società), come un aggiornamento, nel quale le precedenti valutazioni vengono mantenute, salvo diversa e motivata scelta, quanto a criterio, ed aggiornate in relazione agli aggiornamenti dei dati contabili e sostanziali.
- La data di riferimento della presente perizia è il 31 dicembre 2024.

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

RELAZIONE DI STIMA

1. SCOPO DELLA VALUTAZIONE

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

I criteri dell’analisi saranno quindi i principi contabili che stanno alla base della valutazione di un’azienda in funzionamento, che trovano il loro fondamento nelle norme del Codice Civile attinenti

alla valutazione degli elementi dell'attivo e del passivo, integrate con i principi contabili emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti. Quanto alla determinazione del valore dei beni immateriali d'impresa, la natura della valutazione effettuata li comprende e quindi dovrà essere prevista una congrua disamina.

2. STORIA E CARATTERISTICHE DELLA SOCIETA'

La società oggetto della perizia è la società CEM AMBIENTE S.p.A. con sede in Cavenago Brianza, Cascina Sofia – strada per Basiano; iscritta al Registro delle Imprese di Monza Brianza, sezione ordinaria, al numero 03965170156, capitale sociale Euro16.962.784,00=, codice fiscale 03965170156 e partita IVA 03017130968, R.E.A. Monza 1518954. La società trae le sue origini dal Consorzio Provinciale Est Milanese per lo smaltimento dei RSU, costituito nel 1973 per provvedere alla raccolta, al trasporto ed allo smaltimento dei rifiuti domestici e dei rifiuti assimilabili, per un bacino di 40 comuni. La Società per azioni nasce il 25 giugno 2003 quando, per effetto dell'art. 35 comma 8 della Legge 448/2001, si dà corso alla trasformazione dell'ex Consorzio Pubblico di Igiene Ambientale in Cem Ambiente Spa.

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

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

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

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

La società, inoltre, sino al 2020 tramite la propria partecipata 100% CEM Servizi S.r.l., e ora in proprio, interviene, avendo raggiunto una significativa e crescente quota di mercato, nel settore della raccolta e spazzamento diretto sul luogo dei rifiuti, mediante propri mezzi e dipendenti. Durante l'esercizio 2021 ha avuto efficacia, retrodatando gli effetti contabili e fiscali al 1.1.2021, la fusione mediante incorporazione della società controllata CEM Servizi S.r.l., consolidando quindi definitivamente il valore di quest'ultima società e della sua attività.

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1 Metodi patrimoniali

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

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

Dal punto di vista tecnico occorre accertare il patrimonio dell'azienda/ramo, stimare il valore corrente delle attività e delle passività, rilevare le eventuali plusvalenze/minusvalenze sorte (differenza tra valori correnti e valori contabili). Il patrimonio netto rettificato risulterà quindi dalla somma algebrica della situazione patrimoniale con i valori contabili delle plusvalenze e/o delle minusvalenze accertate sui singoli valori patrimoniali tenendo conto del possibile impatto fiscale.

Se si passa al metodo patrimoniale complesso, la valutazione tiene conto oltre che dei valori correnti degli elementi attivi e passivi, anche delle risorse immateriali non iscritte a bilancio. Il capitale

economico trova quindi espressione dalla somma di due elementi: patrimonio netto rettificato e valore dei beni immateriali non contabilizzati (marchi, brevetti, licenze, ecc.).

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore beni immateriali.

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

3.2 Metodi reddituali (e finanziari)

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

Si è sinora considerato come i criteri reddituali soffrano nel caso in esame di una sostanziale inadeguatezza a descrivere la realtà aziendale, perché, caso non infrequente nel mondo delle società di natura e proprietà pubblica, non è il reddito lo scopo a cui la società tende né il principale criterio di giudizio della sua efficienza e della sua efficacia. Infatti, in linea con le indicazioni da sempre fatte proprie dall'Assemblea degli Azionisti, uno degli obiettivi prioritari della società, unitamente all'incentivazione e al continuo miglioramento dei sistemi di raccolta differenziata che è un obiettivo evidentemente extraaziendale, collegato alle esternalità positive prodotte dalla società e quindi al benessere sociale richiesto dall'ambiente circostante, è quello del massimo contenimento delle tariffe per i soci, che sono nel medesimo tempo i fruitori dei servizi. Quindi, nell'ambito di una primaria aspettativa di miglioramento del servizio in termini di qualità ambientale e di benessere del cittadino, in ogni caso l'indirizzo aziendale, nella programmazione dei budget previsionali, è fortemente orientato ad un ideale pareggio di bilancio, con tariffe dei servizi modulate in funzione della copertura dei costi, che mettono in secondo piano l'aspetto più prettamente lucrativo-

reddituale. Anche se occorre tener conto del fatto che l'inserimento delle metodologie di calcolo delle tariffe e dei costi predisposte da ARERA come modello di pianificazione economico-finanziaria posto alla base dei contratti di servizio con i soci inserisce elementi di efficienza che premiano la gestione economicamente corretta e si rivelano positivi per i risultati economici.

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

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

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

Assisteremo quindi, nella presente perizia, in continuità con la precedente del 2023, ad un ulteriore utilizzo dei metodi finanziari, che sostituiscono ai redditi i flussi finanziari attesi. Non saranno peraltro il fulcro valutativo, ma costituiranno uno strumento suppletivo di valorizzazione dell'avviamento all'interno di una valutazione che, come si vedrà, manterrà la struttura tipica dei metodi misti.

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

3.3 Metodi misti

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

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

$$W = K + A$$

W = valore azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

A = valore avviamento.

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

Da una parte, la crescita patrimoniale ed economica, che vede aggregarsi progressivamente parecchi comuni e un fatturato consolidato che supera in modo significativo gli 80 milioni di euro, ha incrementato le capacità di intervento della società, che ora risulta un attore importante del mercato

e che è presente in tutti gli sviluppi tecnici e culturali che attengono al mondo dei rifiuti urbani: questo ha reso sempre più difficile valorizzare separatamente, con criteri che sembrano sempre di difficile condivisione, i singoli intangibles come elementi di know-how separatamente valorizzabili rispetto a quella generale attitudine ad essere sul mercato e a creare valore, che viene denominata avviamento e che caratterizza una società nel suo essere complessivo.

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

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

4. *STRUTTURA PATRIMONIALE DELLA SOCIETÀ*

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

- Da una presenza significativa e rilevante di immobilizzazioni tecniche, di natura immobiliare e impiantistica, tale da richiedere un approfondimento del loro valore corrente
- Dalla presenza di immobilizzazioni finanziarie anch'esse da valutare in relazione alla loro reale consistenza
- Dalla presenza di una serie di dati numerari per i quali esiste sostanziale coincidenza tra il dato contabile e il dato reale: questo sia per l'affidabilità delle scritture e la serie di controlli

ai quali le scritture stesse sono sottoposte (la società è dotata di Collegio Sindacale e di organo di revisione legale), sia per la semplicità dei processi di fatturazione e incasso.

Si procederà quindi, a partire dal bilancio al 31.12.2024 regolarmente approvato dall'Assemblea della società e oggetto di revisione legale.

ATTIVO PATRIMONIALE

Immobili e beni Strumentali

La società, che come sopra specificato ha un rilevante patrimonio immobiliare ed impiantistico, ha commissionato apposita perizia valutativa alla società KROLL Advisory S.p.A.. La Relazione è stata sottoscritta e trasmessa alla società e al sottoscritto in data 22/05/2025, in due documenti separati, rispettivamente Rif. n. 29014R00 e Rif. n. 29014F01. Tale perizia è riferita alla data del 31.12.2024 e sostituisce le precedenti perizie del 2022 e tutte le successive operazioni di attualizzazione. Lo scopo della valutazione effettuata da quest'ultima è stato quello di determinare:

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

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

- Sopralluogo sulle Proprietà;
- Analisi dei dati e dei documenti relativi alle Proprietà;
- Calcolo delle consistenze edilizie sulla base della documentazione fornita da CEM Ambiente;
- Svolgimento di opportune indagini di mercato;
- Verifica della situazione urbanistica;
- Analisi delle condizioni del mercato immobiliare locale di terreni industriali;

- Elaborazioni tecnico-finanziarie.

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

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

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

I Criteri Valutativi utilizzati sono stati:

- Il Metodo Comparativo, o del Mercato, per la componente terreni, che implica un confronto tra la proprietà e altri beni simili sul mercato.
- Il Metodo del Costo per le componenti fabbricati, le sistemazioni esterne, gli impianti fissi strettamente correlati e le immobilizzazioni materiali, che stima il costo necessario per sostituire la proprietà in esame.
- Il Metodo Reddittuale il quale consiste nell'individuazione del contributo del bene in esame alla complessiva redditività aziendale.

I metodi elencati sono descritti in dettaglio nella perizia. Ogni metodo deve essere verificato per quanto riguarda la sua applicabilità alla natura dei beni oggetto della valutazione e quindi scartato se non pertinente, o, viceversa, correlato all'altro per lo sviluppo delle conclusioni finale di valore.

L'opinione di valore può quindi essere basata su due o tre metodi oppure, dopo una analisi di tutti i dati disponibili, appoggiarsi ad uno solo di essi.

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

Per calcolare la reale consistenza del patrimonio aziendale, con particolare riferimento al valore di mercato o di scambio e quindi per stabilire un adeguato valore di "capitale economico", che è l'obiettivo di questa perizia, ci si riferisce costantemente alla perizia commissionata a KROLL Advisory S.p.A. per la valutazione del patrimonio immobiliare e delle attrezzature al 31 dicembre 2024.

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

Piattaforme ecologiche.

CEM Ambiente possiede un totale di 64 piattaforme ecologiche, che sono state oggetto di un'attenta analisi. Con riferimento ai beni ricadenti in Diritto di Superficie, in discontinuità rispetto alla precedente valutazione redatta da Kroll (rif. 27102R00 del 31/12/2022), si segnala che, su indicazione della Società, il perito ha proceduto a stimare le Vite Residue delle componenti immobiliari (fabbricati, impianti fissi di stretta pertinenza e sistemazioni esterne) sulla base della vetustà e dello stato manutentivo degli immobili, senza limitarle alla durata residua dei Diritti di Superficie. Tale approccio risulta coerente con l'ipotesi, ritenuta plausibile, di un futuro rinnovo dei Diritti di Superficie in ottica di continuità operativa dei siti, riflettendo così una valutazione più aderente alle effettive condizioni fisiche e funzionali dei beni.

Queste piattaforme sono dotate di strutture e infrastrutture essenziali per garantire il loro corretto funzionamento, il quale consiste nella raccolta dei rifiuti urbani e nel successivo trasporto.

Per condurre l'analisi valutativa, il perito ha fatto affidamento su diverse fonti di dati, tra cui l'ultima versione disponibile del Prezzario delle tipologie edilizie DEI 2019, opportunamente indicizzata per tener conto delle variazioni dei costi di costruzione nel periodo considerato. Inoltre, sono stati considerati dati pregressi di ufficio e computi metrici di beni simili. Il perito ha successivamente calcolato e determinato le seguenti grandezze:

- Superficie lorda

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

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

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

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

Nella perizia, sono chiaramente indicati i valori distinti per il fabbricato, che comprende anche gli impianti fissi correlati, e per il terreno e il diritto di superficie. La seguente tabella fornisce un confronto tra i valori periziati e quelli che risultano registrati nel bilancio al 31 dicembre 2024, suddivisi per i singoli Comuni.

Codice Immobile	Comune	Prov.	Sup. Lorda [mq]	Sup. Terreno [mq]	VCU [€]	Vitua residua	VCU Fabbr. + Sist. Est. + Imp. Fissi [€]	VM Terreno [€]	Plus/minusvalenza 2024 Fabbricati	Plus/minusvalenza a 2024 Terreni	
1	Agrate Brianza	MB	114	2600	168.800,00	8	168.800,00	-	88.949,26	-	
2	Aicurzio	MB	61	1452	132.300,00	9	132.300,00	-	54.829,39	-	
3	Arcore	MB	176,3	3600	195.700,00	7	195.700,00	-	126.348,47	300,20	
4	Bellinzago Lombardo	MI	225	2215	286.200,00	13	286.200,00	-	110.932,91	283,55	
5	Bellusco	MB	551	3220	297.600,00	8	184.600,00	113.000,00	44.797,17	58.679,98	
6	Bernareggio	MB	95,18	2185	149.200,00	9	149.200,00	-	72.061,50	333,50	
7	Brugherio	MB	109,96	2799	231.400,00	8	231.400,00	-	125.906,78	2.579,20	
8	Burago di Molgora	MB	326	2405	250.300,00	11	250.300,00	-	45.755,64	233,60	
9	Busnago	MB	288,7	2458	251.000,00	8	165.000,00	86.000,00	106.600,51	32.960,25	
10	Bussero	MB	100	3935	398.400,00	9	238.400,00	160.000,00	180.237,95	80.720,18	
11	Carnate	MB	120	3016	287.900,00	8	181.900,00	106.000,00	131.048,38	41.359,50	
12	Carpiano	MI	-	2240	80.000,00	-	-	80.000,00	-	28.113,60	
13	Carugate	MI	553,7	3890	307.600,00	10	307.600,00	-	157.084,45	-	
14	Cavenago Brianza	MB	417	1814	188.100,00	8	108.100,00	80.000,00	9.343,02	40.079,68	
15	Cernusco Sul Naviglio	MI	527	12340	1.197.100,00	8	577.100,00	620.000,00	15.875,85	410.539,32	
16	Cerro Al Lambro	MI	73	858	114.300,00	8	84.300,00	30.000,00	54.799,57	9.889,50	
16	Cerro Al Lambro Riozzo	MI	5	301	75.100,00	15	64.100,00	11.000,00	-	-	
18	Cologno Monzese	MI	613,19	4138	522.500,00	8	272.500,00	250.000,00	241.865,89	110.786,16	
19	Colturano	MI	112	1162	202.900,00	12	167.900,00	35.000,00	110.399,30	8.464,07	
20	Concorezzo	MB	591	4492	456.600,00	8	256.600,00	200.000,00	184.561,26	103.519,81	
21	Cornate d'Adda	MB	80,8	6609	391.800,00	7	161.800,00	230.000,00	131.203,01	165.759,97	
22	Correzzana	MB	79,02	2102	125.900,00	8	125.900,00	-	56.354,48	-	
23	Dresano	MI	152	2905	423.100,00	13	323.100,00	100.000,00	214.750,43	59.909,10	
24	Gessate	MI	111	2420	217.200,00	10	217.200,00	-	66.564,84	277,52	
25	Gorgonzola	MI	183	4530	1.054.000,00	27	1.054.000,00	-	9.698,79	416,75	
26	Inzago	MI	1023	4232	552.700,00	19	552.700,00	-	416.355,01	391,75	
27	Lesmo	MB	339	3056	232.600,00	9	232.600,00	-	102.887,88	2.821,66	
28	Liscate	MI	107	2844	170.900,00	10	170.900,00	-	82.181,26	-	
29	Macherio	MB	91,11	3767	314.400,00	8	184.400,00	130.000,00	30.510,58	56.672,52	
30	Masate	MI	71	2726	334.600,00	10	245.600,00	89.000,00	170.405,85	36.177,29	
31	Melzo	MI	319	3883	439.900,00	14	439.900,00	-	22.200,41	416,75	
32	Mezzago	MB	165	2560	364.800,00	13	274.800,00	90.000,00	80.281,09	45.200,00	
33	Ornago	MB	73	2700	215.900,00	10	215.900,00	-	168.738,06	-	
34	Pantigliate	MI	160	3790	574.300,00	14	424.300,00	150.000,00	172.218,98	102.739,70	
35	Paullo	MI	147	4200	630.300,00	11	460.300,00	170.000,00	85.892,07	745,00	
36	Pessano Con Bornago	MI	321	2600	286.100,00	8	182.100,00	104.000,00	154.152,81	53.920,42	
37	Pozzo d'Adda	MI	97	2230	169.600,00	10	169.600,00	-	8.610,53	333,50	
38	Pozzuolo Martesana	MI	153	2345	307.800,00	10	213.800,00	94.000,00	111.021,00	44.639,12	
39	Rodano	MI	154	1865	222.600,00	8	147.600,00	75.000,00	112.143,40	15.379,95	
40	San Zenone Al Lambro	MI	78	2173	303.100,00	12	227.100,00	76.000,00	78.116,71	16.096,66	
41	Settala	MI	238	2682	301.800,00	9	191.800,00	110.000,00	689,97	496,14	
42	Sulbiate	MB	184	2949	191.300,00	7	121.300,00	70.000,00	110.100,00	8.959,77	
43	Trezzo sull'Adda	MI	392,77	2567	298.500,00	7	168.500,00	130.000,00	150.656,00	42.479,87	
44	Tribiano	MI	324	2193	289.800,00	9	199.800,00	90.000,00	17.468,15	9.540,50	
45	Truccazzano	MI	98	4854	216.100,00	8	216.100,00	-	216.100,00	483,35	
46	Usmate Velate	MB	232	8098	643.700,00	9	323.700,00	320.000,00	169.265,17	158.039,72	
47	Vaprio d'Adda	MI	123	4070	247.500,00	8	247.500,00	-	35.134,17	-	
48	Veduggio Al Lambro	MB	121	1818	292.300,00	9	219.300,00	73.000,00	7.122,50	28.428,50	
49	Vignate	MI	88	5542	288.300,00	10	288.300,00	-	122.029,83	300,20	
50	Vimercate	MB	380	5540	277.600,00	8	277.600,00	-	145.682,60	-	
51	Vimodrone	MI	99	2138	168.900,00	8	168.900,00	-	168.900,00	261.000,00	
52	Vizzolo Predabissi	MI	1032	4300	1.265.600,00	20	1.115.600,00	150.000,00	800.345,40	103.452,38	
53	Borgo San Giovanni	LO	45	3431	289.600,00	8	186.600,00	103.000,00	1.752,94	56.936,56	
54	Casaleto Lodigiano	LO	165	1369	253.500,00	15	212.500,00	41.000,00	38.828,92	18.070,60	
55	Casalmaiozzo	LO	185	2385	319.200,00	13	247.200,00	72.000,00	151.326,64	35.237,55	
56	Caselle Lurani	LO	49	3170	203.600,00	9	157.600,00	46.000,00	18.353,87	16.563,55	
57	Cervignano D'Adda	LO	200	1596	363.200,00	16	323.200,00	40.000,00	1.356,95	19.098,15	
58	Cornazzo	LO	85	1813	212.000,00	9	167.000,00	45.000,00	39.582,79	15.105,44	
59	Merlino	LO	37	1351	174.200,00	14	140.200,00	34.000,00	6.179,46	13.698,15	
60	Mulazzano	LO	161	1526	273.900,00	14	227.900,00	46.000,00	43.505,91	1.812,43	
61	Salerano sul Lambro	LO	52	1003	108.700,00	8	88.700,00	20.000,00	31.126,25	25.900,00	
62	Sant'Angelo Lodigiano	LO	134	3318	354.100,00	9	238.100,00	116.000,00	1.761,80	38.876,21	
63	Sordio	LO	97	1878	232.000,00	9	172.000,00	60.000,00	24.020,88	6.929,39	
64	Torrevicchia Pia	PV	4	1078	131.400,00	17	99.400,00	32.000,00	48.708,98	15.869,72	
							20.521.400,00	15.844.400,00	4.677.000,00	5.830.171,75	1.754.328,06
											7.584.499,81

Immobili

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

Fra gli immobili di maggior valore si trova l'Head Quarter di Cavenago di Brianza – Loc. Cascina Sofia. La perizia illustra con dovizia di particolari struttura, superfici e stato di conservazioni. Il

fabbricato ad uso uffici si distingue nella porzione avente interesse storico, ristrutturata nel corso del tempo, a cui successivamente è stata aggiunta una porzione edificata nel 2005. Si aggiungono inoltre un fabbricato ad uso magazzino-deposito e il fabbricato ad uso serra e deposito con centrale termica. Come indicato nel precedente paragrafo il Centro Servizi di Melegnano comprende anche la valutazione della relativa piattaforma oltre ai due fabbricati principali.

Il complesso immobiliare “Centro multimateriale di Liscate” è costruito su terreno in diritto di superficie a favore del Comune di Liscate, con scadenza al 25.11.2034. In conformità al nuovo approccio metodologico adottato, il perito ha considerato per le componenti fabbricati, sistemazioni esterne e impianti fissi di stretta pertinenza una vita residua determinata in funzione della vetustà e dello stato manutentivo rilevato in sede di sopralluogo, senza applicare il precedente limite legato alla durata residua del Diritto di Superficie. Questo ha comportato, per il presente bene, una rivalutazione rispetto alla precedente stima.

Codice Immobile	Comune	Prov.	Sup. Lorda [mq]	Sup. Terreno [mq]	VCU [€]	Vita residua 2024	di cui:	VCU Fabbr. + Sist. Est. + Imp. Fissi [€]	VM Terreno [€]	Plus/minusvalenza 2024 Fabbricati	Plus/minusvalenza 2024 Terreni
1	Agrate Brianza	MB	3.230	6.375	2.756.000	23		1.796.000	960.000	332.470,10	20.840,00
2	Bellusco	Mi	6.777	14.742	5.838.000	22		4.508.000	1.330.000	2.276.992,51	413.600,75
3	Bellusco - Mezzago	Mi	2.980	36.461	1.875.000	7		1.235.000	640.000	919.716,49	360.013,22
4	Casalmaiocco	LO	1.437	5.885	1.158.000	17		658.000	500.000	76.036,63	350.392,43
5	Cavenago Brianza - C.na Sofia	MB	5.645	64.550	4.692.000	18		3.282.000	1.320.000	873.006,20	762.726,63
6	Cologno Monzese	Mi	1.734	5.542	1.286.000	15		956.000	330.000	395.085,95	48.751,50
7	Liscate - Centro MM	Mi	6.475	15.198	2.863.000	17		2.863.000	0	809.801,46	
8	Liscate - Centro Servizi	Mi	2.977	4.643	2.422.000	24		1.722.000	700.000	603.716,43	175.247,03
9	Melegnano - CS + P.E.	Mi	2.143	12.284	2.314.000	16		1.764.000	510.000	927.356,39	170.840,97
10	Trezzano Rosa	Mi	1.288	3.306	922.000	19		667.000	255.000	100.884,93	114.624,00
11	Vimercate	MB	1.257	2.820	1.022.000	16		602.000	420.000	48.780,78	318.473,00
12	Torrevecchia Pia	PV	1.164	5.999	1.316.000	15		806.000	510.000	157.160,60	388.497,38
								20.799.000	7.575.000	5.816.201,55	2.773.512,85
											8.589.714,40

Immobile in leasing

La perizia include anche una valutazione dell'immobile adibito a scopo industriale, precedentemente appartenente a CEM Servizi, situato a Brugherio, non posseduto in proprietà ma oggetto di un contratto di locazione finanziaria. Nella valutazione, si è considerata l'ipotesi di possesso in piena proprietà dell'immobile, senza prendere in considerazione l'effetto delle rate residue del leasing.

Naturalmente l'immobile in locazione, secondo i principi contabili nazionali, non è inserito in bilancio. Valorizzandone il valore di perizia, ed inserendo le rate residue del leasing a detrazione della valutazione peritale, per tale immobile emerge una plusvalenza pari a 692.821 euro.

Riassunto del valore degli immobili.

L'analisi dettagliata dei valori precedentemente definiti, confrontata con i valori di bilancio già comprensivi della rivalutazione operata nel 2020, ha portato a un incremento complessivo nella valutazione di tutti gli asset immobiliari, ammontante a 16.867.035 euro (ottenuto sommando 7.584.500. euro, 8.589.714 euro e 692.821).

Questo importo è stato direttamente applicato ai valori registrati nel bilancio del 2024, determinando così una revisione del valore dei fabbricati a 49.182.695

Impianti e attrezzature.

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

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

La tabella seguente riporta le vite utili calcolate dal perito alla data di riferimento del 31 dicembre 2024 :

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

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

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

Considerando quindi le analisi del perito, il Valore Corrente di Utilizzo delle immobilizzazioni materiali oggetto di valutazione, alla data di riferimento del 31 dicembre 2024, può essere ragionevolmente espresso in euro 17.768.070, come illustrato nella seguente tabella.

Il valore dei beni viene quindi incrementato di euro 7.223.399.

CATEGORIA	VCU [€]	VUR anni = vita utile - età effettiva	Plus/minusvalenza 2024
AB.35.249 - IMPIANTI GENERALI CASCINA SOFIA	519.900,00	19	60.643
AB.35.250 & AB.35.251 - IMPIANTO PERCOLATO DISCARICA	334.000,00	10	285.641
AB.35.253 - IMPIANTO FOTOVOLTAICO	26.810,00	19	34.241
AB.35.252 & AB.35.254 - IMPIANTO BIOGAS	621.400,00	12	605.017
AB.35.256 - IMPIANTI GENERICI DA CEM SERVIZI	93.600,00	18	39.933
AB.35.257 - IMPIANTO FOTOVOLTAICO CMM LISCATE	122.960,00	19	23.854
AB.35.258 - IMPIANTO FOTOVOLTAICO CASCINA SOFIA	102.050,00	22	2.552
AB.35.270 - IMPIANTO TERRE DA SPAZZAMENTO	1.290.200,00	10	596.080
AB.35.271 - OPERE COMPLEMENTARI IMPIANTO TERRE	268.800,00	24	98.429
AB.35.300 - ATTREZZATURE DISCARICA	58.100,00	7	52.023
AB.35.305 - ATTREZZATURE CASCINA SOFIA	11.100,00	6	11.100
AB.35.306 - ATTREZZATURE STAZ. TRASFERIMENTO B/M	21.000,00	11	19.680
AB.35.307 - ATTREZZATURE PER CENTRI SERVIZI	75.350,00	10	63.744
AB.35.308 - ATTREZZATURA VARIA	41.100,00	12	30.205
AB.35.310 - APPARECCHIATURE VIDEOSORV. DISCARICA	5.300,00	7	5.300
AB.35.315 - APPARECCHIATURE VIDEOSORV. C.NA SOFIA	8.600,00	3	7.707
AB.35.317 - APPARECCHIATURE VIDEOSORV B/M	700,00	1	700
AB.35.320 - IMPIANTO VIDEOSORV. CENTRO MULTIM. LISCA	700,00	1	700
AB.35.321 - APPARECCHIATURE CENTRO MULTIM. LISCATE	59.600,00	11	32.659
AB.35.360 - AUTOMEZZI	243.420,00	8	127.753
AB.35.361 - AUTOVETTURE ELETTRICHE	50.950,00	6	21.640
AB.35.362 - AUTOCARRI	23.000,00	8	8.015
AB.35.364 - AUTOMEZZI STRUMENTALI	11.383.590,00	7	3.331.502
AB.35.365 - AUTOVEICOLI DIVERSI	35.600,00	5	27.369
AB.35.370 - MEZZI OPERATIVI DISCARICA	63.520,00	4	47.895
AB.35.371 - MEZZI OPERATIVI STAZIONE B/M	138.040,00	2	114.514
AB.35.372 - MEZZI OPERATIVI CENTRO MULTIM. LISCATE	203.560,00	5	136.073
AB.35.373 - MEZZI OPERATIVI IMPIANTO TERRE DA SPAZZA	64.300,00	7	21.488
AB.35.374 - MACCHINE SPAZZATRICI	35.800,00	5	32.020
AB.35.375 - MEZZI OPERATIVI CENTRI SERVIZI	30.720,00	8	5.826
AB.35.390 - CONTAINER R.D.	1.672.900,00	15	1.320.347
AB.35.395 - ATTREZZATURE SERVIZI IGIENE URBANA	95.000,00	6	81.742
AB.35.400 - IMPIANTI VIDEOSORVEGLIANZA	66.400,00	7	45.489
	17.768.070		7.223.399

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

Immobilizzazioni immateriali

Sono costituite, oltre che dal software per euro 36.129, dal valore dei diritti di superficie inerenti i fabbricati costruiti, dagli oneri pluriennali provenienti da CEM Servizi e dalle migliorie sugli immobili. Sono, ad avviso del sottoscritto, da annullarsi in quanto compresi all'interno delle valutazioni di avviamento più oltre determinate, fatta eccezione appunto per il valore residuo del software e per il valore del diritto di superficie inerente la piattaforma di Vimodrone e le piattaforme minori, le cui eventuali plusvalenze sono ricomprese nella valutazione fatta sulle piattaforme. Il valore complessivo riconosciuto, comprensivo del software, diventa quindi euro 301.133, con una minusvalenza di euro 234.828.

Immobilizzazioni finanziarie.

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

Per le partecipazioni minoritarie, si ritiene di dover distinguere tra la società Ecolombarda, S.r.l., con quota posseduta dello 0,40%, che valorizzata alla quota del netto patrimoniale corrispondente realizza una minusvalenza di euro 104.640, e la società Seruso, che come indicato in nota integrativa è valutata al costo che è significativamente superiore rispetto alla quota di patrimonio netto detenuta.

Nel corso del 2021 la società ha investito significativamente nella Seruso Spa, in un'ottica di valorizzazione delle sue attività anche come complementari a quelle di CEM, arrivando ad una percentuale significativa di partecipazione pari al 24%. Si ritiene, in coerenza con gli esercizi passati, di dover mantenere il valore di bilancio, al 31.12.2024 pari ad euro 1.830.980, derogando al principio del patrimonio netto che invece comporterebbe ancora una riduzione. I risultati della partecipata confermano un valore che peraltro si sta comunque avvicinando al valore contabile.

Immobilizzazioni immateriali – l'avviamento.

Come precedentemente menzionato nella sezione relativa al metodo, questa perizia include una stima separata dell'avviamento, utilizzando il metodo finanziario. Questo metodo calcola il valore

economico del capitale netto dell'azienda basandosi sulle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa attualizzati. La determinazione dell'avviamento avverrà confrontando il valore complessivo dell'azienda (EV - equity value) con il suo patrimonio netto e attribuendo la differenza all'avviamento. Inoltre, sarà effettuato un conteggio di verifica attraverso la valutazione separata dell'avviamento secondo il metodo della stima autonoma del goodwill, al fine di ottenere un valore medio.

Per quanto riguarda la situazione dell'attività aziendale, caratterizzata da contratti ragionevolmente sicuri con partner solidi, si ritiene prudente considerare un periodo di flussi finanziari limitato ma costante, coerente con le perizie precedenti. Pertanto, verranno considerati cinque anni completi, dal 2025 al 2029.

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

La formula del WACC è la seguente:

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

dove:

WACC = Weighted Average Cost of Capital

K_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (Equity)

D = indebitamento (Debt)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Poiché CEM mostra una sostanziale assenza di debiti al 31 dicembre 2024, si suggerisce di utilizzare solo la prima componente della formula del WACC, cioè il costo del capitale proprio (K_e), senza considerare il costo dell'indebitamento (K_d).

Per la stima dei flussi di cassa previsti, a differenza di quanto fatto l'anno scorso, non si è fatto riferimento alle proiezioni economico-finanziarie contenute nel piano industriale approvato dal management in data 15 febbraio 2023, che copriva un orizzonte temporale fino al 2026. Tale piano risulta infatti superato a seguito dell'allineamento del bilancio della società al nuovo quadro regolatorio ARERA (Metodo Tariffario Rifiuti – MTR-2) e, più in generale, dell'evoluzione del contesto operativo intervenuta nel corso dell'ultimo esercizio.

In particolare, le stime per l'anno 2025 sono state oggetto di un'attualizzazione basata sulle evidenze economiche e operative rilevate nei primi mesi dell'anno, con l'obiettivo di rendere le previsioni maggiormente aderenti all'effettivo andamento aziendale.

Le stime del 2025 tengono conto, tra gli altri elementi, dell'applicazione del sistema di sharing sugli introiti derivanti dalla vendita dei materiali recuperabili (CONAI e non-CONAI), nonché dell'allineamento dei ricavi ai valori previsti nel PEF gestore secondo quanto stabilito dai contratti di servizio con i Comuni soci. Questi aggiornamenti hanno comportato un significativo incremento del risultato economico rispetto a quanto inizialmente previsto nel piano industriale, determinando un nuovo quadro di riferimento per le valutazioni economico-finanziarie.

Per gli anni successivi al 2025, pur in assenza di un nuovo piano industriale formalmente approvato, si è ritenuto ragionevole mantenere un'impostazione coerente con le proiezioni precedenti, anche in considerazione del fatto che dalla consultazione dei documenti preliminari relativi al nuovo periodo regolatorio MTR-3 non emergono elementi di discontinuità sostanziale rispetto al modello attualmente in vigore. Di conseguenza, è stato ritenuto prudente ipotizzare uno sviluppo prospettico in linea con i risultati storici dell'ultimo biennio, applicando unicamente un adeguamento ai tassi inflattivi, in coerenza con le consuete strategie aziendali orientate alla prudenza. Non sono state inserite, per esigenze di equità e di neutralità della valutazione, prospettive di ampliamento anche significativo dell'area dei soci e conseguentemente del fatturato, che pure sono allo studio.

In continuità con tale approccio e per mantenere coerenza con le precedenti perizie, il periodo analizzato è stato esteso fino all'anno 2029. Ricordiamo comunque che la società assume una

particolare prudenza nelle proprie ipotesi valutative, e questo dovrà essere tenuto in adeguata considerazione nella definizione dei tassi di attualizzazione dei flussi futuri.

L'analisi degli anni 2026-2029 nel nostro piano si basa su tre considerazioni principali:

- La stima del valore della produzione tiene conto di un tasso di crescita coerente con l'andamento storico recente e in linea con gli indici inflattivi, in coerenza con le strategie di prudenza da sempre applicate nella pianificazione aziendale.
- I costi sono stati calcolati considerando l'incidenza media rilevata nell'ultimo biennio disponibile, opportunamente aggiornata tenendo conto delle dinamiche regolatorie e operative più recenti.
- Per l'anno 2025 sono state considerate le prospettive di investimento così come riportate nel budget approvato per tale esercizio. Per il 2026 si è tenuto conto degli investimenti già previsti nel precedente piano industriale, laddove ancora attuali e confermati. Gli esercizi 2027-2029, invece, sono stati considerati privi di investimenti significativi.

Si precisa che gli effetti attesi di tali investimenti, in termini di riduzione dei costi di noleggio, sono già riflessi nel budget 2025. Tuttavia, ai fini della stima prospettica dei costi operativi per i periodi successivi, si è adottata un'incidenza media dei costi sui ricavi calcolata sul biennio 2024-2025, senza rettificare il dato del 2024 – che, non beneficiando ancora degli investimenti del 2025, riflette costi operativi più elevati. Di conseguenza, non si è considerata la potenziale riduzione strutturale dei costi nei periodi post-2025, adottando così un criterio prudenziale nella determinazione dei flussi futuri.

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

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

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO										
	2029		2028		2027		2026		2025	
Importo in unità di €										
Ricavi delle vendite										
Produzione interna										
VALORE DELLA PRODUZIONE OPERATIVA	92.818.897,76		90.998.919,37		89.214.626,83		87.465.320,42		85.750.314,14	
Costi esterni operativi	63.561.723,06	69%	62.308.398,15	69%	61.079.648,25	69%	59.874.991,48	69%	59.760.534,95	70%
Ripercussioni conflitto russo-ucraina										
Valore aggiunto	€ 29.257.175	31%	€ 28.690.521	31%	€ 28.134.979	31%	€ 27.590.329	31%	€ 25.988.779	30%
Costi del personale	19.580.675,86	21%	19.163.519,34	21%	18.787.764,06	21%	18.419.376,53	21%	18.183.434,49	21%
Oneri diversi di gestione tipici	601.086,68	1%	785.734,22	1%	770.327,66	1%	755.223,20	1%	-	0%
MARGINE OPERATIVO LORDO EBITDA	9.075.412,16	10%	8.741.267,66	10%	8.576.886,86	10%	8.415.729,22	10%	7.806.344,70	9%
Ammortamenti INVESTIMENTI		0%		0%		0%		0%		0%
Ammortamenti e accantonamenti	5.103.318,02	5%	4.919.882,53	5%	4.823.414,25	5%	4.728.837,50	5%	4.950.362,47	6%
RISULTATO OPERATIVO	3.972.094,14	4%	3.821.385,12	4%	3.753.472,61	4%	3.686.891,72	4%	2.855.982,23	3%
Risultato dell'area accessoria		0%		0%		0%		0%		0%
Risultato dell'area finanziaria (al netto degli oneri fini)	400.000,00	1%	400.000,00	1%	400.000,00	1%	400.000,00	1%	679.500,00	0,79%
EBIT NORMALIZZATO	4.372.094,14	5%	4.221.385,12	5%	4.153.472,61	5%	4.086.891,72	5%	3.535.482,23	4%
Risultato dell'area straordinaria		0%		0%		0%		0%		0%
EBIT INTEGRALE	4.372.094,14	5%	4.221.385,12	5%	4.153.472,61	5%	4.086.891,72	5%	3.535.482,23	4%
Oneri finanziari		0%		0%		0%		0%		0%
RISULTATO LORDO	4.372.094,14	5%	4.221.385,12	5%	4.153.472,61	5%	4.086.891,72	5%	3.535.482,23	4%
Imposte sul reddito	1.202.325,89	28%	1.194.666,86	28%	1.175.447,38	28%	1.123.895,22	28%	972.257,61	28%
RISULTATO NETTO	3.169.768,25		3.026.718,27		2.978.025,23		2.962.996,49		2.563.224,62	
- Investimenti							2.818.000,00		7.300.000,00	
+ Ammortamenti	5.103.318,02		4.919.882,53		4.823.414,25		4.728.837,50		4.950.362,47	
titoli obb. + aumenti cap. per ingresso nuovi soci										
+/- capitale circolante netto										
FCF	8.273.086,27		7.946.600,80		7.801.439,48		4.873.833,98		213.587,09	
FCF attualizzato	4.680.796,35		5.038.521,90		5.543.270,35		3.880.892,47		190.592,33	

Abbiamo utilizzato il costo medio ponderato del capitale (WACC) come tasso di attualizzazione, calcolato secondo le metodologie consolidate nella prassi valutativa. Sebbene il contesto macroeconomico mostri segnali di stabilizzazione rispetto alle tensioni inflazionistiche degli anni precedenti, permangono elementi di incertezza legati sia alla volatilità dei mercati internazionali sia ad aspetti specifici del contesto italiano, con rischi economico-politici non trascurabili.

Nel definire il tasso di attualizzazione, abbiamo tenuto conto di queste dinamiche generali e delle specificità del settore, adottando un approccio prudenziale coerente con le cautele già assunte nella stima dei flussi futuri. Va inoltre ricordato che il mercato dei rifiuti urbani si configura come servizio essenziale, con una domanda strutturalmente stabile, e la posizione della società risulta rafforzata dalla propria natura pubblica e dalla presenza di contratti di servizio pluriennali con i Comuni soci. Tuttavia, si è ritenuto opportuno includere una componente addizionale di rischio, pari al 2%, a titolo prudenziale, tenuto conto dell'assenza di un piano industriale formalmente approvato e della conseguente incertezza sulle proiezioni economico-finanziarie, nonché della necessità di considerare, seppur in via cautelativa, la prossimità delle scadenze di alcune concessioni in essere.

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

- Tasso privo di rischio (Risk-Free Rate): È stato assunto un tasso privo di rischio del 2%.
- Premio per il rischio di mercato (Market Risk Premium): Questo è stato stimato considerando il profilo di rischio ragionevolmente associato all'investimento. È suddiviso in tre elementi:
 - o Rischio generico del 5,94% (Damodaran): Questa componente rappresenta il premio che gli investitori richiedono per assumere rischi associati agli investimenti in mercati azionari in generale. A differenza dell'anno precedente, in questo valore è già incluso il rischio paese riferito all'Italia, che non è stato quindi considerato separatamente.
 - o Rischio dimensionale pari all'1,5%: Questa componente tiene conto delle dimensioni dell'azienda e del suo impatto sul rischio dell'investimento. Maggiori dimensioni possono essere associate a un rischio più basso, e le dimensioni attuali e future della società sono certamente tali da adottare questa minore aliquota.
 - o Componente aggiuntiva di rischio pari al 2%: introdotta a titolo prudenziale per tenere conto dell'assenza di un piano industriale formalmente approvato e della prossimità delle scadenze di alcune concessioni, pur in un contesto di continuità operativa attesa.
- Coefficienti Beta di 1,11: Il coefficiente Beta è un indicatore della sensibilità dell'investimento rispetto ai movimenti del mercato azionario. Un Beta maggiore di 1 indica una maggiore sensibilità agli scostamenti del mercato.

Sulla base di queste variabili, il WACC risulta pari al 12,06%. Questo tasso di attualizzazione è stato quindi applicato ai flussi finanziari previsti per ottenere i risultati finanziari di seguito illustrati.

Anno	Free Cash Flow	Attualizzato
2025	213,587	190,592
2026	4,873,834	3,880,892
2027	7,801,439	5,543,270
2028	7,946,601	5,038,522
2029	8,273,086	4,680,796
		19,334,073

È importante sottolineare che l'adozione di un tasso di attualizzazione elevato, come il WACC 12.06%, non solo riflette un approccio prudente alle valutazioni finanziarie, ma tiene anche conto di possibili traiettorie di diminuzione degli utili e delle sfide operative che potrebbero influire negativamente sulla produttività aziendale. Questa scelta può essere vista come una precauzione per gestire i rischi associati all'investimento in modo responsabile.

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

La determinazione del terminal value.

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

In questa valutazione, il terminal value riveste un ruolo peculiare poiché deve stimare il valore aziendale alla fine del ciclo dei flussi finanziari previsti fino al 31 dicembre 2029. Si è scelto di utilizzare un approccio estremamente prudente, che porta a un TV inferiore al valore netto contabile attuale, calcolando un multiplo di 5 applicato all'EBITDA medio degli ultimi quattro anni. Rispetto alla valutazione dell'anno precedente, il multiplo è stato ridotto da 6 a 5, sulla base della volontà di riflettere un approccio valutativo più conservativo.

Dato che l'EBITDA medio degli ultimi quattro anni è di 9.075.412 euro, l'applicazione del multiplo 5 produce un TV, che, quando attualizzato al tasso del 12,06%, risulta pari a 28.771.209 euro.

A questo punto, il calcolo del valore d'azienda (Enterprise Value) giunge a 48.105.283 euro (28.771.209 + 19.334.073). Per ottenere il valore del patrimonio netto (Equity Value), bisogna sottrarre (o aggiungere) la posizione finanziaria netta, che al 31 dicembre 2024 è pari a 27.271.326 euro. Questa posizione finanziaria netta viene aggiunta, poiché rappresenta un valore positivo di eccedenza di cassa che rispecchia la situazione patrimoniale positiva dell'azienda.

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

	anno 2024
Valore attuale flusso FCF	19,334,073
Terminal value	28,771,209
PFN	27,271,326
Equity value	75,376,609
Patrimonio netto	-
Avviamento	10,186,238

Metodo della stima autonoma del goodwill.

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

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

Laddove:

- K è il patrimonio netto, corrispondente al capitale investito, e quindi pari al patrimonio netto (considerato al netto della riserva di rivalutazione che non rappresenta investimenti di alcun genere)
- R è il reddito medio atteso netto, che possiamo determinare come congruo, in ottica prudenziale, al reddito netto del 2024

- r è la redditività media del capitale investito nel settore. Rispetto alla precedente valutazione, si è scelto di innalzare il tasso dal 4% al 4.5%, in un'ottica di maggiore prudenza nella stima dell'eccedenza reddituale rispetto al capitale investito;
- r è un tasso di attualizzazione, che per similitudine utilizziamo pari al WACC calcolato nelle modalità illustrate poc'anzi

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

I risultati di questa valutazione sono riassunti come segue:

	anno 2024	anno 2023
Valore del PN	65,190,371	62,070,469
meno riserva rivalutazione	- 7,541,122	- 7,541,122
capitale investito	57,649,249	54,529,347
tasso di rendita	4.50%	4.00%
rendita media	2,594,216	2,181,174
rendita effettiva attesa	2,915,692	2,201,605
differenziale	321,475	20,431
patrimonializzazione	2,664,553	165,196
Tasso WACC	12.06%	12.37%
	anno 2024	anno 2023
Valore attuale flusso FCF	19,334,073	18,722,997
Terminal value	28,771,209	26,755,141
PFN	27,271,326	25,513,677
Equity value	75,376,609	70,991,815
Patrimonio netto	- 65,190,371	- 62,070,469
Avviamento	10,186,238	8,921,346
Media con DCF pesato 2	7,679,010	6,002,629

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

La media ponderata ha prodotto un valore di 7.679.010 euro. Tuttavia, per ulteriori ragioni di prudenza e per semplificazione, si è deciso di arrotondare il valore dell'avviamento a 7.500.000 euro.

Magazzino ricambi e materiale di consumo

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

Altre voci dell'attivo.

Le altre poste dell'attivo della società alla data del 31.12.2024 hanno consistenza numeraria, e quindi sono tendenzialmente di facile valutazione in quanto il loro importo non può che essere inserito al valore nominale, salvo esistano problematiche di incertezza sull'incasso dei crediti ovvero sulla esistenza di crediti dilazionati nel tempo e non fruttiferi di interesse esplicito.

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

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

PASSIVO PATRIMONIALE

Fondo rischi

La società ha al passivo un rilevante ammontare di fondi rischi, destinati, come da principi contabili, a coprire rischi connessi ad eventi di probabile venuta ad esistenza, ma non definibili né nell'anno, ossia nel momento di verifica, né nel quantum, ossia nell'esatto ammontare del costo. La dinamica dei fondi negli ultimi quindici anni, esaminata dal sottoscritto, non vede l'emergere di alcun elemento particolarmente rilevante, con il fondo principale, destinato alla copertura dei costi di ripristino della discarica di Cavenago, che viene progressivamente utilizzato come da programma,

mentre altri fondi più legati a cause meno specifiche rimangono costanti nel tempo (fondo rischi ambientali) o aumentano per accantonamenti prudenziali (fondo rischi generico). Dalla dinamica stessa, confermata dalla amministrazione della società, si ritiene che tali fondi siano, in un'ottica estremamente prudentiale, adeguati alla protezione della società da eventi di carattere straordinario, e quindi vengono confermati in toto.

Imposte latenti

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

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

Di seguito sono riportati i relativi calcoli:

	2024
maggior valore impianti	23,838,644
avviamento	7,500,000
totale rivalutazione	31,338,644
aliquota	27.90%
Totale	8,743,482

Nelle perizie precedenti si era provveduto anche al calcolo delle imposte latenti sulle plusvalenze relative a partecipazioni societarie: in questa occasione l'importo, peraltro negativo, era particolarmente ridotto, visto il particolare trattamento fiscale delle plusvalenze e minusvalenze su partecipazioni, ed è stato omissis.

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

I relativi importi sono stati inseriti sulla base delle scritture di rettifica al 31.12.2024. La struttura amministrativa e contabile della società li ha conteggiati, secondo metodologie riconosciute e utilizzate in sede di formazione dei bilanci, tali da lasciare presumere la loro correttezza. Si inserisce quindi senza variazione il valore di bilancio.

Debiti e poste numerarie passive.

Anche per i valori dei debiti e delle altre poste numerarie passive, si possono confermare le considerazioni fatte in tema di poste numerarie dell'attivo: non ci sono valori assoggettabili a procedure di valutazione, per cui si ritiene di dover inserire esattamente i valori contabili alla data del 31.12.2024 conteggiati in base al processo di accertamento delle competenze effettuato in sede di stesura del bilancio.

Prospetto dell'attivo e del passivo.

Sulla base di quanto sopra descritto, si attesta quindi che la situazione patrimoniale rettificata della società alla data del 31.12.2024, ai fini della perizia, è così composta, evidenziando le sole voci di attivo e passivo:

	bilancio 2024	perizia24
Attivo		
credito v/soci	-	-
immateriali	535,961	301,133
fabbricati	32,315,660	48,489,874
immobile in leasing (CS)		692,821
impianti e altri beni	11,320,181	18,543,580
imm in corso	16,962	-
imm. Finanziarie	1,992,562	1,887,922
avviamento		7,500,000
titoli	6,140,272	6,140,272
rimanenze	225,679	225,679
clienti	12,039,130	12,039,130
altri crediti	1,126,409	1,126,409
fondo svalutazione crediti	- 241,642 -	- 241,642 -
crediti fiscali	202,551	202,551
credito imposte anticipate	96,401	96,401
altri titoli non immobiliz.	3,678,301	3,678,301
disponibilità liquide	17,489,457	17,489,457
ratei e risconti	522,064	522,064
Totale attivo	87,459,948	118,693,952
Passivo		
patrimonio netto	65,190,371	
meno azioni proprie		
patrimonio netto	65,190,371	87,680,893
fondi rischi	2,518,902	2,518,902
fondo imposte differite		8,743,482
TFr	2,997,869	2,997,869
controllate-collegate	126,761	126,761
fornitori e fatt ricevere	11,651,532	11,651,532
debiti tributari	775,375	775,375
debiti previdenziali e altri	3,534,976	3,534,976
risconti passivi	664,162	664,162
Totale a pareggio	87,459,948	118,693,952

5. CONCLUSIONE

Si attesta quindi, per effetto delle considerazioni sopra descritte e in via assolutamente prudentiale tenendo presente lo scopo della presente valutazione, che il patrimonio netto complessivo della società CEM Ambiente assume un valore al 31.12.2024 di euro 87.680.893.

Quest'ultimo valore, confrontato con il numero di azioni in circolazione pari a 16.962.784, assegna un valore medio per azione di euro 5,17.

Milano 30 maggio 2025

(Dott. Corrado Colombo)

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'C. Colombo', written in a cursive style.