



**Crowe**

**Parere circa la congruità finanziaria (c.d. Fairness Opinion)  
sul valore corrente teorico al 31 dicembre 2024 del 100% del  
valore corrente teorico di Aemme Linea Ambiente S.r.l.**

Spettabile  
**Aemme Linea Ambiente S.r.l.**  
via per Busto Arsizio, 53  
20025 – Legnano (MI)

Genova, 06 marzo 2025

Alla cortese attenzione del Dott. Giulio Cozza

**Parere circa la congruità finanziaria (c.d. Fairness Opinion) sul valore corrente teorico al 31 dicembre 2024 (“data di riferimento della valutazione”) del 100% valore economico della Società Aemme Linea Ambiente S.r.l. (nel seguito anche “ALA” o la “Società” o la “Target” o il “Cliente”) nel contesto dell’operazione straordinaria di vendita da parte di AMGA Legnano S.p.A. (nel seguito anche “AMGA” o “AMGA S.p.A.”) a favore del Gruppo Cap (nel seguito anche l’ “Acquirente”) del 20% del capitale sociale della Target (nel seguito l’ “Operazione”).**

Egregi Signori,


Coerentemente con l’incarico ricevuto da Crowe Bompani Advisory S.r.l. (di seguito anche lo “**Scrivente**”), alleghiamo il nostro parere professionale (di seguito anche “**Parere**”) in merito alla congruità finanziaria sul valore corrente teorico del 100% delle quote della Aemme Linea Ambiente S.r.l.

Vi invitiamo a leggere con attenzione alcune importanti note relative all’oggetto e alle modalità di svolgimento del nostro incarico.

Il nostro lavoro è stato finalizzato il 06 marzo 2025. Non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna verifica successivamente a tale data.

Cordiali saluti,

**Crowe Bompani Advisory S.r.l.**



Lorenzo Barra  
(Partner)

## INDICE DEI CONTENUTI

1. Oggetto e finalità dell'incarico.....	4
2. Documentazione utilizzata .....	5
3. Aemme Linea Ambiente S.r.l.....	6
3.1 Company Overview .....	6
3.2 Situazione contabile alla data di riferimento .....	9
3.3 Business Plan (FY 2025-2027) .....	12
4. Presupposti del nostro lavoro .....	15
5. Attività svolte.....	17
6. I Metodi di Valutazione .....	18
7. Scelta del metodo da parte dell'Advisor.....	25
8. Reperforming Valutativo .....	27
8.1 Applicazione del metodo principale: UDCF.....	27
8.2 Applicazione del metodo di controllo: Multipli di Transazione .....	33
9. Conclusioni.....	34
10. Appendice .....	35

---

## 1. Oggetto e finalità dell'incarico

Aemme Linea Ambiente S.r.l. con sede legale in Magenta (MI), Via Crivelli No. 39, e sede operativa in Legnano (MI), Via per Busto Arsizio n. 53, partita IVA e Codice Fiscale n. 06483450968 è stata costituita nel 2010 dal conferimento dei rami d'azienda dei servizi legati all'igiene ambientale di AMGA Legnano S.p.A. a tali servizi dedicati, oltre che ASM Magenta e AMSC Gallarate.

Nell'ambito dell'operazione straordinaria di vendita da parte di AMGA Legnano S.p.A. a favore del Gruppo Cap del 20% del capitale sociale della Aemme Linea Ambiente S.r.l., ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione di Aemme Linea Ambiente S.r.l. un supporto tecnico - metodologico in merito alla congruità del valore corrente teorico ("**Parere di Congruità Finanziaria**" o "**Parere**" o "**Fairness Opinion**") del 100% delle quote della Società determinato dal consulente PricewaterhouseCoopers (nel seguito anche "**PwC**" o l' "**Advisor**") in misura pari ad **€ 17,44 Mln**, anche utilizzando dati contabili più aggiornati rispetto a quelli usati dall'Advisor quale a titolo esemplificativo la situazione contabile consuntiva al 31.12.2024 in luogo di quella forecast.

Il Parere di Congruità (Principio I.4.5 dei Principi Italiani di Valutazione) oggetto del presente incarico deriva da un Parere Valutativo (secondo la definizione del Principio I.4.4).

L'incarico ha natura volontaria ed i risultati del nostro lavoro saranno utilizzati dal Consiglio di Amministrazione della Società come una delle informazioni di supporto nello svolgimento delle proprie attività ai fini dell'Operazione.

In linea con la natura e lo scopo dell'Incarico conferito, la finalità del presente Parere di Congruità Finanziaria è quella di presentare dati e informazioni atti a facilitare l'assunzione da parte della Società delle decisioni di propria competenza in relazione all'Operazione in oggetto.

Restano comunque di pertinenza esclusiva della Società le determinazioni conclusive in merito all'adesione all'Operazione e alle conseguenti modalità di realizzazione.

Resta in ogni caso inteso che il Parere può essere utilizzato dalla Società solo fine di svolgere le considerazioni nel contesto dell'Operazione.

## 2. Documentazione utilizzata

La nostra analisi ha riguardato la seguente documentazione principale da Voi fornitaci:

- ▶ Bilancio d'esercizio al 31.12.2023 della Aemme Linea Ambiente S.r.l. (file pdf denominato "*ScannedReportsRemote.PDF.serv*");
- ▶ Situazione contabile di prechiusura al 31.12.2024 della Aemme Linea Ambiente S.r.l. (file excel denominato "*BILANCIO 2024.12.31\_ ALA*");
- ▶ Perizia di stima del Fair Value del 100% del capitale di Aemme Linea Ambiente S.r.l., redatta da PricewaterhouseCoopers, e datata febbraio 2025 (file pdf denominato "*Documento di valutazione 25.02.2025\_ ALA*");
- ▶ Business Plan 2024-2027 (file excel denominato "*ALA - PIANO INDUSTRIALE COMPLETO 2024-2027 post approvazione*");
- ▶ Dettaglio di calcolo della Regulatory Asset Base (RAB) (file excel denominato "*Calcolo RAB ALA*");
- ▶ Ulteriori informazioni forniteci dal Management ritenute utili ai fini del nostro lavoro.

In aggiunta alla documentazione sopra menzionata, la nostra analisi si è basata su informazioni disponibili al pubblico relative al mercato e al settore di riferimento.

### 3. Aemme Linea Ambiente S.r.l.

#### 3.1 Company Overview

**Aemme Linea Ambiente S.r.l.** è una Società, facente parte del Gruppo AMGA, che si occupa dei servizi legati all'**igiene ambientale**. La società, operativa dal marzo **2010** è la risultante del conferimento dei rami d'azienda di AMGA Legnano S.p.A. a tali servizi dedicati, oltre che ASM Magenta e AMSC Gallarate.

Attualmente, la società avente sede legale a Magenta (MI) dispone di **4 sedi operative** (Legnano, Busto Garolfo, Magenta e Gallarate) una flotta di circa **265 mezzi** e, complessivamente, personale operativo e tecnico impiega circa **320 dipendenti**.

Su base annua, ALA raccoglie circa **192.000 tonnellate di rifiuti**, con una percentuale media di raccolta differenziata del **75%**. La società serve un territorio che comprende **19 Comuni nella provincia di Milano**.

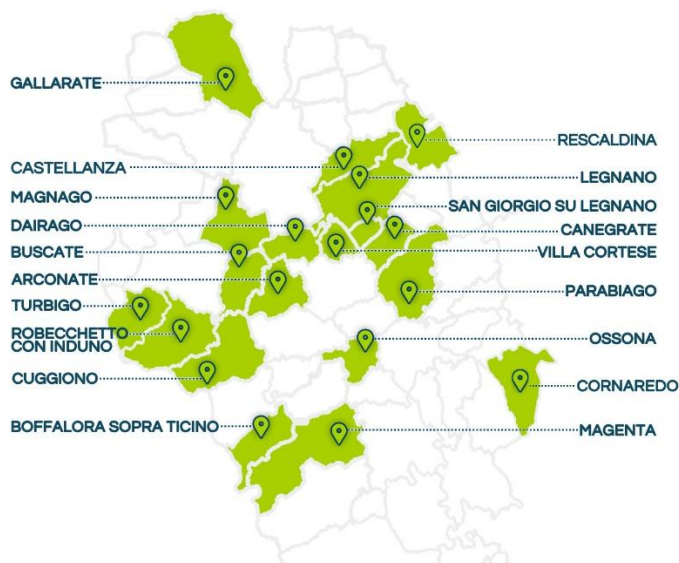
**Figura:** Logo Societario



Fonte: Sito Societario

Come anticipato, società serve un territorio che comprende **19 Comuni nella provincia di Milano**, nello specifico: (i) Gallarate, (ii) Castellanza, (iii) Magnago, (iv) Dairago, (v) Buscate, (vi) Arconate, (vii) Turbigo, (viii) Robecchetto con Induno, (ix) Cuggiono, (x) Boffalora sopra Ticino, (xi) Rescaldina, (xii) Legnano, (xiii) San Giorgio su Legnano, (xiv) Canegrate, (xv) Villa Cortese, (xvi) Parabiago, (xvii) Ossona, (xviii) Cornaredo e (xix) Magenta, come rappresentato anche nella figura sottostante.

**Figura:** Estensione Territoriale – Comuni serviti



Fonte: Sito Societario

### Business Model:

Il Business Model di Aemme Linea Ambiente S.r.l. si sostanzia nell'offerta di servizi legati **all'igiene ambientale**. In particolare, di seguito si riepilogano le principali aree di attività coperte:

**Figura:** Aemme Linea Ambiente S.r.l. – Servizi

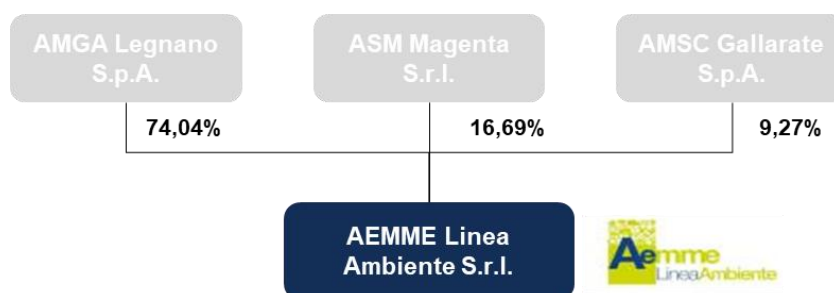


Fonte: Carta dei servizi

### Azionariato:

In termini della composizione del capitale sociale della Aemme Linea Ambiente S.r.l., come riepilogato nella tabella sottostante, l'azionista di maggioranza risulta AMGA Legnano S.p.A., che detiene una quota di partecipazione pari al 74,04%, pre-Operazione.

**Figura:** Aemme Linea Ambiente S.r.l. – Cap Table



Fonte: Aida

### Organi Sociali:

In relazione agli organi sociali della Aemme Linea Ambiente S.r.l., le tabelle sottostanti riportano la composizione del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dei principali esponenti del Management.

**Tabella:** ALA S.r.l. – Consiglio di Amministrazione

Consiglio di Amministrazione	Carica
Giuseppe dell'Aquila	Presidente del CdA
Aldo Amadori	Consigliere
Melania Pedron	Consigliere
Daniela Colombo	Consigliere
Luca Domenico De Censi	Consigliere

Fonte: Aida

**Tabella:** ALA S.r.l. – Collegio Sindacale

Collegio Sindacale	Carica
Paola Perticaroli	Presidente
Giuseppe Colombo	Sindaco Effettivo
Giuseppe Domenico Cortese	Sindaco Effettivo
Aldo Mainini	Sindaco Supplente
Roberta Mantovan	Sindaco Supplente

Fonte: Aida

**Tabella:** ALA S.r.l. – Management

Management	Carica
Stefano Migliorini	Direttore Generale & Procuratore
Vincenzo Ambrosio	Direttore Operations & Procuratore
Carlo Boschetto	Procuratore
Giulio Cozza	Procuratore
Stefania Minaudo	Procuratore
Davide Pini	Procuratore
Gianluca Sarno	Procuratore
Ercole Maria Zanetello	Procuratore

Fonte: Aida

### 3.2 Situazione contabile alla data di riferimento

Di seguito si riporta un'analisi dei dati storici della Aemme Linea Ambiente S.r.l.; in particolare si riportano i prospetti di Conto Economico e Stato Patrimoniale riferiti agli esercizi **2022**, **2023** e **2024**.

**Tabella:** Dati *Actual* – Conto Economico (FY 2022-2024)

Conto Economico €	2022 <i>Actual</i>	2023 <i>Actual</i>	2024 <i>prechiusura</i>
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	38.541.663	41.662.258	46.105.098
Altri ricavi	561.515	1.108.953	513.594
<b>Valore della Produzione</b>	<b>39.103.178</b>	<b>42.771.211</b>	<b>46.618.691</b>
Costi per materie prime	(2.504.039)	(2.365.842)	(2.677.367)
Costi per servizi	(18.644.182)	(19.441.080)	(22.107.940)
Costi per godimento beni di terzi	(2.365.156)	(972.140)	(1.249.840)
Costo del personale	(13.916.855)	(15.174.752)	(16.436.708)
Variazione materie	124.408	(156.501)	151.021
Oneri diversi di gestione	(272.328)	(156.563)	(100.947)
<b>Costi operativi</b>	<b>(37.578.152)</b>	<b>(38.266.878)</b>	<b>(42.421.781)</b>
<b>EBITDAR</b>	<b>1.525.026</b>	<b>4.504.333</b>	<b>4.196.910</b>
Leasing	n.a.	(1.185.935)	(1.207.942)
<b>EBITDA</b>	<b>1.525.026</b>	<b>3.318.398</b>	<b>2.988.968</b>
<b>EBITDA margin</b>	<b>3,90%</b>	<b>7,76%</b>	<b>6,41%</b>
Ammortamenti	(661.635)	(759.658)	(746.798)
Accantonamenti	(267.146)	(280.000)	(40.000)
Ripristini /svalutazioni nette di crediti	(83.464)	-	(427)
<b>EBIT</b>	<b>512.781</b>	<b>2.278.740</b>	<b>2.201.743</b>
Proventi finanziari	1.711	84.536	30.507
Oneri finanziari	(37.493)	(34.783)	(37.704)
<b>EBT</b>	<b>476.999</b>	<b>2.328.493</b>	<b>2.194.547</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio	19.482	(522.553)	(2.864)
<b>Risultato Netto</b>	<b>496.481</b>	<b>1.805.940</b>	<b>2.191.683</b>

Fonte: Bilanci di esercizio

I prospetti di bilancio relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024 mostrano una trend di crescita della Società. Nello specifico, il **valore della produzione** è cresciuto, nel periodo in analisi, del **+ 19,22%**, da **€ 39,10 Mln** nel **2022** a **€ 46,62 Mln** nel **2024**.

Coerentemente con l'aumento del valore della produzione, anche la **struttura di costi operativi** ha registrato un incremento dal **2022** al **2024**, seppur ad un tasso di crescita minore (i.e. **+16,10%**). Il totale dei **costi operativi**, infatti, è passato da **€ 37,58 Mln** nel **2022** a **€ 43,63 Mln** nel **2024**.

Con riferimento all'**EBITDA**, si è registrato, nel **2022**, un valore pari a **€ 1,52 Mln**, equivalente ad un **marginale operativo** del **+3,90%**. Nell'esercizio successivo, l'**EBITDA** ha raggiunto un valore di **€ 3,32 Mln** ed un margine del **+7,76%**. Infine, nel **2024**, l'**EBITDA** è leggermente diminuito rispetto all'esercizio precedente, attestandosi a **€ 2,99 Mln**.

La gestione finanziaria risulta di modesta entità. La Società, infatti, durante l'intero periodo di riferimento, ha sostenuto **oneri finanziari**, pari a **€ 37,49 k** nel **2022**, **€ 34,78 k** nel **2023** e **€ 37,70 k** nel **2024**. Al tempo

stesso, Aemme Linea Ambiente S.r.l. ha registrato **proventi finanziari**, pari a **€ 1,71 k** nel **2022**, **€ 84,54 k** nel **2023** e **€ 30,51 k** nel **2024**.

Infine, il **risultato netto** della Società ammontava a **€ 496,48 k** nel **2022** ed ha registrato una robusta crescita (+ 341,44%), raggiungendo, nel **2024**, un valore di **€ 2,19 Mln**.

Analogamente, di seguito il riepilogo della **situazione patrimoniale**, con riferimento al triennio **2022-2024**.

**Tabella:** Dati *Actual* – Stato Patrimoniale (FY 2022-2024)

<b>Stato Patrimoniale</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>€</b>	<b>Actual</b>	<b>Actual</b>	<b>Prechiusura</b>
Immobilizzazioni Immateriali	409.987	323.380	310.090
Immobilizzazioni Materiali	4.698.352	4.594.895	4.384.567
Immobilizzazioni Finanziarie	40.403	55.137	92.137
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>5.148.742</b>	<b>4.973.412</b>	<b>4.786.795</b>
Rimanenze	638.861	573.758	724.779
Crediti Commerciali	4.487.378	5.466.453	5.191.870
Debiti Commerciali	(4.530.185)	(5.678.161)	(5.380.928)
<b>Capitale Circolante Operativo (CCO)</b>	<b>596.054</b>	<b>362.050</b>	<b>535.722</b>
Altre Attività	1.912.075	1.832.290	2.088.438
Altre Passività	(3.044.377)	(3.606.657)	(4.406.488)
<b>Capitale Circolante Netto (CCN)</b>	<b>(536.248)</b>	<b>(1.412.317)</b>	<b>(1.782.328)</b>
Fondi per rischi e oneri	(399.934)	(336.102)	(376.102)
TFR	(917.414)	(1.035.868)	(926.830)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>3.295.146</b>	<b>2.189.125</b>	<b>1.701.534</b>
Capitale Sociale	2.100.000	2.265.233	2.265.233
Riserve	2.399.063	3.420.141	4.335.861
Utile (perdita) dell'esercizio	496.481	1.805.940	2.191.683
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>4.995.544</b>	<b>7.491.314</b>	<b>8.792.777</b>
Debiti finanziari	2.044.696	1.340.349	628.015
Attività finanziarie	(1.411.593)	(2.167.356)	(3.350.788)
Disponibilità Liquide	(2.333.501)	(4.475.182)	(4.368.470)
<b>PFN</b>	<b>(1.700.398)</b>	<b>(5.302.189)</b>	<b>(7.091.243)</b>
<b>Totale Fonti</b>	<b>3.295.146</b>	<b>2.189.125</b>	<b>1.701.534</b>

Fonte: Bilanci di esercizio

Durante il periodo di riferimento la Società ha registrato un decremento delle immobilizzazioni, il cui valore è passato da **€ 5,15 Mln** nel **2022** a **€ 4,79 Mln** nel **2024** (- 7,03%). Tale variazione è ascrivibile, principalmente, ad una diminuzione delle **immobilizzazioni materiali**, che risultavano pari a **€ 4,69 Mln** nel **2022** e ad **€ 4,38 Mln** nel **2024**.

Con riferimento al **Capitale Circolante Operativo ("CCO")**, esso mostra un andamento altalenante, da **€ 596,05 k** nel **2022** ad un valore di **€ 362,05 k** nel **2023**, e, infine, ad un valore di **€ 535,72 k** nel **2024**.

Il **Capitale Circolante Netto ("CCN")**, invece, è sempre risultato negativo ed in costante diminuzione durante il triennio 2022-2024, attestandosi pari a - **€ 1,78 Mln** nel **2024**. L'andamento del CCN è stato influenzato,

principalmente, dal valore delle *altre passività*, pari a **€ 3,04 Mln** nel **2022**, a **€ 3,61 Mln** nel **2023** e a **€ 4,41 Mln** nel **2024**.

Il **Patrimonio Netto** della Società si è attestato ad **€ 8,79 Mln** nel **2024**, in aumento rispetto all'esercizio precedente (**€ 7,49 Mln**), grazie a (i) l'aumento delle riserve e (ii) l'utile d'esercizio.

Infine, la **PFN** della Società è risultata **negativa** (eccesso di cassa) ed **in diminuzione** in tutto il triennio. Nel **2022** la **PFN** si attestava pari a **- € 1,70 Mln**, mentre nel **2023** e **2024** risultava pari a, rispettivamente, **- € 5,30 Mln** e **- € 7,09 Mln**.

\*\*\*

### 3.3 Business Plan (FY 2025-2027)

Il Management ha predisposto un Business Plan 2025-2027 (di seguito anche il “Piano” o il “**Business Plan**”), come riepilogato nel seguito.

#### Conto economico

**Tabella:** Conto Economico Previsionale 2025-2027

Conto Economico €/000	2025 <i>Forecast</i>	2026 <i>Forecast</i>	2027 <i>Forecast</i>
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	44.399	45.038	46.380
Altri ricavi	332	312	312
<b>Valore della Produzione</b>	<b>44.731</b>	<b>45.349</b>	<b>46.692</b>
Per acquisto materiale di consumo e ricambi	(2.641)	(2.641)	(2.641)
Per servizi	(20.115)	(19.871)	(20.129)
Per godimento di beni di terzi	(1.297)	(1.297)	(1.314)
Per il personale	(16.958)	(17.212)	(17.470)
Oneri diversi di gestione	(105)	(141)	(166)
<b>EBITDA</b>	<b>3.615</b>	<b>4.189</b>	<b>4.971</b>
<b>EBITDA margin</b>	<b>8,08%</b>	<b>9,24%</b>	<b>10,65%</b>
Ammortamenti	(1.380)	(1.558)	(1.679)
<b>EBIT</b>	<b>2.236</b>	<b>2.631</b>	<b>3.293</b>
Gestione finanziaria	-	-	-
Gestione straordinaria	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>2.236</b>	<b>2.631</b>	<b>3.293</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio	(631)	(742)	(929)
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.605</b>	<b>1.889</b>	<b>2.364</b>

Fonte: Management

#### Principali assunzioni economiche

Secondo il management, i **ricavi dalle vendite** della Società potranno crescere, durante il periodo di riferimento (2025-2027) ad un **CAGR** del **+2,17%**, passando da **€ 44,73 Mln (2025)** a **€ 46,69 Mln (2027)**.

Con riferimento ai ricavi delle vendite, si specifica che:

- i **ricavi tariffari** inseriti nel budget 2025 sono quelli approvati dagli *Enti Territorialmente Competenti*, mentre per gli anni di piano **2026 e 2027** sono state stimati tenuto conto del limite alla crescita «*rpia*» stabilito da *ARERA* (2,6%) e ridotto cautelativamente a 1,5%;
- i **ricavi da cessione dei materiali** sono stati stimati sulla base delle tariffe delle ultime gare aggiudicate da *Amme Linea Ambiente* ad eccezione dell'RSU e degli ingombranti. Per quanto riguarda i volumi, nel budget 2025 è stato previsto un aumento dei quantitativi di ingombranti e una riduzione degli smaltimenti degli RSU su tutto l'arco di piano 2025-2027.

Gli altri ricavi comprendono principalmente ricavi da vendita materiale di magazzino e rimborsi spese personale intercompany.

La **struttura dei costi operativi** risulta in **leggera crescita** in arco Piano, da **€ 41,12 Mln** nel **2025** a **€ 41,72 Mln** nel **2027**. Le principali linee di costo risultano essere (i) costi per servizi (pari a **€ 20,13 Mln** nel **2027**) e (ii) costi per il personale (**€ 17,47 Mln** nel **2027**).

Con riferimento ai **costi operativi**, risultante importante sottolineare che:

- i **costi per l'acquisto di carburante** inseriti nel Piano, basati sulle quantità stimate nel 2024, sono ipotizzati in aumento (i) per tener conto dell'impatto su un anno pieno di operatività di Castellanza, e (ii) sulla base delle ultime tariffe di mercato in vigore per metano, gas, gasolio e benzina;
- i **costi di smaltimento** sono stati stimati sulla base delle tariffe delle ultime gare aggiudicate da *Amme Linea Ambiente* ad eccezione dell'RSU e degli ingombranti;
- i **costi di manutenzione** sono stati stimati in riduzione in arco Piano, coerentemente con il piano di investimenti dei prossimi tre anni, finalizzato all'**ammodernamento della flotta aziendale**. Inoltre, nel 2027 si prevede l'acquisto di n.7 vasche elettriche in coerenza con le politiche di sostenibilità perseguite dall'azienda;
- i **costi di assicurazione** per il premio «RCA» sui mezzi aziendali, aumentati anche con l'ingresso di Castellanza, sono previsti, nel budget 2025, in aumento coerentemente con la strategia della Società di minimizzare il ricorso ai noleggi di mezzi aziendali a lungo termine. Inoltre, è prevista una riduzione dei costi per godimento beni di terzi;
- il **costo del personale** è previsto in aumento principalmente per effetto del potenziamento della struttura ai fini della gestione efficiente dei servizi offerti.

Stando a tali stime, l'**EBITDA** potrebbe crescere ad un **CAGR (2025-2027)** del **+17,26%**, da un valore di **€ 3,61 Mln** a **€ 4,97 Mln**. Anche la marginalità operativa (**EBITDA Margin**) si stima in aumento dal **8,08%** nel **2025** fino ad attestarsi al **10,65%** nel **2027**.

Infine, si prevede che *Amme Linea Ambiente* potrà registrare, per tutti gli anni del periodo di previsione, un **risultato netto positivo** ed in crescita ad un **CAGR (2025-2027)** del **+21,35%**. Secondo tali stime, nel **2027** la Società raggiungerà un **risultato netto** pari a **€ 2,36 Mln**.

## Stato Patrimoniale

**Tabella:** Stato Patrimoniale Previsionale 2025-2027

<b>Stato Patrimoniale</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>€/000</b>	<b>Forecast</b>	<b>Forecast</b>	<b>Forecast</b>
Immobilizzazioni Immateriali	1.020	859	728
Immobilizzazioni Materiali	13.000	13.548	14.350
Immobilizzazioni Finanziarie	105	133	175
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>14.125</b>	<b>14.540</b>	<b>15.253</b>
Rimanenze	574	574	574
Crediti Commerciali	4.770	4.834	5.039
Debiti Commerciali	(4.523)	(4.292)	(4.384)
<b>Capitale Circolante Operativo (CCO)</b>	<b>821</b>	<b>1.116</b>	<b>1.229</b>
Altre Attività	292	172	(64)
<i>crediti per imposte differite</i>	31	31	31
<i>Crediti finanziari</i>	23	23	23
<i>Crediti/(Debiti) vs controllante per imposte</i>	(378)	(484)	(665)
<i>Altre attività correnti</i>	616	602	547
Altre Passività	(3.274)	(3.319)	(3.357)
<i>Crediti/(Debiti) per imposte correnti</i>	32	15	(14)
<i>Altre passività correnti</i>	(3.306)	(3.334)	(3.343)
<b>Capitale Circolante Netto (CCN)</b>	<b>(2.161)</b>	<b>(2.031)</b>	<b>(2.193)</b>
Fondo TFR	(1.078)	(1.099)	(1.121)
Altri fondi	(314)	(314)	(314)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>10.572</b>	<b>11.095</b>	<b>11.625</b>

Fonte: Management

## Principali assunzioni patrimoniali

Dal punto di vista patrimoniale il Piano assume, innanzitutto, un aumento delle **Immobilizzazioni**, da un valore di **€ 14,12 Mln** nel **2025** a **€ 15,25 Mln** nel **2027**. Tale scenario è da attribuirsi principalmente ad un aumento delle *immobilizzazioni materiali*, da **€ 13,00 Mln** nel **2025** a **€ 14,35 Mln** nel **2027**.

Il **Capitale Circolante Netto (CCN)** presenta un trend in leggera diminuzione tra gli esercizi **2025** (pari ad un valore negativo per **- € 2,16 Mln**) e **2027** (pari ad un valore negativo per **- € 2,19 Mln**).

Inoltre, per ciò che concerne le passività operative di lungo periodo, il (i) **Fondo TFR** è previsto in leggero aumento in arco Piano (passando da **€ 1,08 Mln** nel **2025** fino a **€ 1,12 Mln** nel **2027**) mentre gli (ii) **altri fondi** sono ipotizzati *flat*.

Infine, il **Capitale Investito Netto** della Società è previsto in aumento del **+ 10%**, da **€ 10,57 Mln** nel **2025** a **€ 11,62 Mln** nel **2027**.

#### 4. Presupposti del nostro lavoro

L'incarico è stato svolto facendo riferimento esclusivamente alle informazioni messe a disposizione dalla Società ed ad incontri e colloqui telefonici con il Management della stessa e i suoi consulenti per approfondire la documentazione acquisita.

La responsabilità dell'informativa economica, patrimoniale e finanziaria include le relative assunzioni su cui si basa il business plan compete al Management. Inoltre, è responsabilità degli organi amministrativi della Società la possibilità di realizzazione o meno degli eventi futuri considerati, nonché delle azioni che essi intendono intraprendere.

Il nostro supporto professionale è stato svolto tenendo conto delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili alla data del presente Parere. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. L'attuale scenario politico e macroeconomico è infatti caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. Non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto, successivi alla data del presente Parere e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle valutazioni oggetto del presente Parere e sulle relative conclusioni.

Coerentemente con la configurazione di valore determinata dall'Advisor, la Società è stata analizzata nelle condizioni "normali" di funzionamento (c.d. *"going-concern"*) ed in ottica *"stand alone"* (astruendo quindi da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione ed eventuali impatti derivanti dall'Operazione in questione), nell'ipotesi di continuità aziendale, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili.

Sulla base delle informazioni disponibili, la Società ha richiesto il supporto della Scrivente per il rilascio di un parere di congruità finanziaria sul valore corrente teorico del 100% della Aemme Linea Ambiente S.r.l. alla data del **31 dicembre 2024**. Si intende che tale parere (di seguito **"Fairness Opinion"**) si basa sulla formulazione di elementi informativi e di supporto in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie valutative adottate dall'Advisor nella determinazione del valore corrente teorico a detta data rispetto a quanto normalmente previsto dalla dottrina e dalla prassi professionale.

Pertanto, nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione della Società. Il nostro supporto professionale è infatti consistito prevalentemente in una rilettura critica delle analisi effettuate dall'Advisor ed in una attività di *reperforming* dei calcoli al fine di verificare la ragionevolezza delle ipotesi da questo adottate.

Si ricorda che il *reperforming* oggetto della presente Fairness Opinion è stato condotto alla luce del set documentale disponibile, il quale include la situazione contabile consuntiva al 31 dicembre 2024 della Target, in luogo di quella forecast utilizzata dall'Advisor.

Come meglio evidenziato nei paragrafi successivi, le analisi condotte hanno confermato la ragionevolezza dei risultati ottenuti dall'Advisor nonostante gli scostamenti occorsi tra situazione contabile *actual* e *forecast* 2024.

Lo svolgimento delle attività non determina alcun coinvolgimento di Crowe Bompani Advisory S.r.l. (nel seguito anche **"Crowe Bompani"**) nella gestione e nell'attività della Società, ovvero nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità dell'Operazione a supporto delle quali le nostre attività sono svolte.

Il nostro incarico non costituisce una review del Business Plan secondo i principi internazionali emanati dall'IFAC e, in particolare, quanto previsto dal principio ISAE 3400 (*"The examination of Prospective Financial Information"*), emanato dall'International Auditing and Assurance Standards Board (**"IAASB"**). Inoltre, non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche e accertamenti circa l'eventuale

sussistenza di passività di qualsiasi genere, connesse a problematiche non riportate nella documentazione utilizzata nell'analisi.

Lo svolgimento del nostro intervento non ha incluso attività di due diligence contabile, legale, giuslavoristico, fiscale, ambientale né consulenza legale e fiscale, con la conseguenza che Crowe Bompani non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) relative alla Società, all'infuori di quelle eventualmente iscritte nella documentazione Voi forniteci.

Il nostro incarico non ha compreso la verifica della completezza, correttezza e accuratezza dei dati, informazioni o spiegazioni relativi alla Società da Voi forniteci e da noi utilizzate ai fini della nostra analisi. Tali dati, informazioni o spiegazioni rimangono di Vostra esclusiva pertinenza e responsabilità.

Non abbiamo effettuato alcuna indagine sui titoli di proprietà dei beni di proprietà della Società, né sull'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi; inoltre, non è stata effettuata alcuna verifica sulle licenze, concessioni, permessi e autorizzazioni, nel presupposto che l'attività svolta sia in regola con le normative vigenti.

## 5. Attività svolte

Ai fini del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- ▶ Discussione con il Management in merito all'attività svolta dalla Società;
- ▶ Esame della documentazione messa a nostra disposizione;
- ▶ Recepimento delle informazioni utilizzate dall'Advisor (PwC), il quale ha ipotizzato in **€ 17,44 Mln** il valore economico del 100% della Aemme Linea Ambiente S.r.l.;
- ▶ Verifica della corretta inclusione dei dati economici e patrimoniali nel modello valutativo dell'Advisor e verifica della correttezza matematica del modello stesso. A seguito di tale attività non abbiamo evidenziato incongruenze o inesattezze nella predisposizione del modello valutativo da parte della che portino a discrepanze significative di valore;
- ▶ Analisi del valore corrente teorico della Società alla data del **31 dicembre 2024**.

Ai fini delle nostre verifiche abbiamo adottato il criterio metodologico ritenuto più congruo e verificato che lo stesso conducesse ad un valore corrente teorico ragionevole rispetto al valore determinato dall'Advisor (come anticipato, pari ad **€ 17,44 Mln**).

A tal riguardo si ricorda che non esistono formule e regole definite cui attenersi per effettuare delle valutazioni. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori. I criteri di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

## 6. I Metodi di Valutazione

Per individuare il valore di un'azienda possono, infatti, essere utilizzati una o più metodologie di valutazione. Le metodologie applicabili individuano le differenti prospettive che possono essere adottate per determinare il valore e al cui interno possono essere classificati i criteri di valutazione.

Di seguito un elenco dei principali metodi di valutazione:

- ▶ Il metodo patrimoniale;
- ▶ Il metodo finanziario;
- ▶ Il metodo reddituale;
- ▶ Il metodo misto patrimoniale-reddituale;
- ▶ Il metodo dei multipli.

### Il metodo patrimoniale

Tale metodo si basa sull'ipotesi che il valore dell'azienda corrisponda al patrimonio netto della stessa, eventualmente rettificato come in seguito si descriverà.

L'ipotesi citata non è sempre applicabile, dal momento che il valore di un'azienda in molte circostanze può essere influenzato più dalla sua redditività futura che dal livello del suo patrimonio netto. Nonostante ciò, in alcune circostanze, i risultati scaturenti dall'adozione del metodo patrimoniale costituiscono un'informazione che non può essere trascurata per almeno due ordini di motivi.

In primo luogo perché l'entità del patrimonio di un'azienda ha una propria influenza sul valore e sull'appetibilità della stessa, nonché, in una certa misura, sulla sua capacità di produrre reddito.

In secondo luogo perché i valori emergenti da tale criterio di stima, se non hanno il pregio della totale validità sul piano concettuale, hanno almeno quello della sicurezza e affidabilità, in quanto non derivano da previsioni ed elaborazioni soggettive (che possono essere successivamente disattese) ma da dati certi ed oggettivi.

Il metodo patrimoniale semplice presuppone, nella fase iniziale, la quantificazione del capitale netto di bilancio, desumibile da una situazione patrimoniale aggiornata.

Successivamente si procede a:

- ▶ un'analisi delle varie voci dell'attivo e del passivo per verificarne la consistenza (ad esempio con riguardo alla corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, all'adeguatezza degli accantonamenti e così via);
- ▶ esprimere a valori correnti gli elementi attivi non monetari (partecipazioni, magazzino, immobilizzazioni tecniche o immateriali, ecc.).

Con riguardo al primo punto, è necessario procedere ad una verifica che consenta di analizzare le modalità di contabilizzazione di tutti gli elementi dell'attivo e del passivo, la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, e così via, apportando eventuali rettifiche ove necessario. Tale compito è ovviamente più agevole, e comunque non sempre necessario, quando ci si trovi in presenza di bilanci certificati.

In relazione al secondo punto, è necessario esprimere in termini di valori correnti gli elementi attivi non monetari. Le rettifiche e rivalutazioni ora analizzate, e tutte le altre che si rendessero necessarie, portano all'individuazione di una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali potenziali cui sono soggette, vanno ad aggiungersi al capitale netto contabile dando così apprezzamento del cosiddetto "capitale netto rettificato", che costituisce il risultato finale del metodo di valutazione patrimoniale.

Un ulteriore aspetto che non può essere trascurato nell'ambito delle valutazioni di tipo patrimoniale riguarda l'eventuale valorizzazione dei beni immateriali. Si parla pertanto di metodo patrimoniale "semplice" quando si esclude ogni rettifica di valore in relazione ai beni immateriali; di metodo patrimoniale "complesso" quando viceversa tra le attività vengono inclusi e opportunamente apprezzati i beni in questione.

I metodi di valutazione normalmente adottati per la determinazione del valore di un bene immateriale possono essere i seguenti:

- ▶ valutazione dei risultati reddituali/finanziari differenziali conseguibili grazie alla possibilità di disporre di tale bene;
- ▶ determinazione dei costi da sostenere per un'ipotetica sua riproduzione;
- ▶ valutazione con il metodo reddituale dei canoni ottenibili dallo sfruttamento di tale asset.

### **Il metodo finanziario**

Per il metodo finanziario (c.d. Discounted Cash Flow Method), il valore di un'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa che la stessa potrà corrispondere nel tempo ai propri fornitori di capitale, al netto dei versamenti che essa eventualmente richiederà loro, opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo allo scopo (costo dell'Equity o Wacc a seconda dei flussi considerati); pertanto il valore di un'azienda consiste nel valore attuale netto (Net Present Value) dei flussi di cassa che dalla stessa saranno destinati nel tempo ai fornitori di capitale.

Il metodo finanziario può essere declinato sia nella determinazione del valore economico del capitale (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'azienda (prospettiva *asset side*).

Nel primo caso, si determina il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci (Equity Value). Nel secondo caso, si determina l'Enterprise Value, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa a favore di tutti i portatori di mezzi finanziari, sia a titolo di debito che di *equity*.

Le principali criticità derivanti dall'applicazione del criterio in questione scaturiscono dalla determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione.

Per la stima dei flussi di cassa, nella prospettiva *equity side*, si può far riferimento alle costruzioni di seguito sintetizzate:

### **Free Cash Flow to Equity**

	EBITDA
-	Imposte
-	nuovi investimenti fissi
+	disinvestimenti
-/+	incrementi/decrementi di CCN
±	risultato della gestione finanziaria
±	incrementi (riduzioni) di finanziamenti
±	incrementi (riduzioni) di patrimonio netto
=	<b>Free Cash Flow to Equity</b>

Così determinati, i flussi di cassa disponibili sono influenzati sia dalle politiche di investimento che da quelle di indebitamento e quindi dai movimenti finanziari inerenti accensioni, rimborsi e remunerazione dei finanziamenti. Tali flussi, in quanto disponibili per i soli azionisti ed esprimendo il valore del capitale economico dell'azienda, andranno attualizzati ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui il metodo finanziario sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi di cassa da attualizzare sono rappresentati di seguito.

### **Unlevered Free Cash Flow**

	EBITDA
-/+	incrementi/decrementi di capitale circolante netto
-	nuovi investimenti fissi
+	Disinvestimenti
-	Imposte figurative
<b>=</b>	<b>Unlevered Free Cash Flow</b>

In tale specifica fattispecie, i flussi di cassa così determinati sono di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto, tali flussi devono essere attualizzati ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettivo utilizzo) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

Con riguardo al tasso utilizzato per attualizzare i flussi di cassa, lo stesso sarà quindi rappresentato:

- ▶ nella prospettiva *equity side*, dal costo del capitale proprio dell'azienda, ovvero il rendimento riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio per l'investimento in capitale di rischio.

Il tasso è stimato facendo riferimento al modello del CAPM (Capital Asset Pricing Model) in base al quale in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al rischio sistematico (ovvero il rischio non eliminabile per diversificazione) implicito nel titolo oggetto di valutazione. Tale modello prevede che il costo del capitale si compone di (i) una componente espressiva del rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*) e (ii) di una componente legata al rischio sistematico implicito nel titolo oggetto di riferimento. Il risultato così ottenuto, poi, è stato aggiustato per tener conto della eventuale presenza di un fattore di rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione in aggiunta a quello sistematico. In base a tale modello, il costo del capitale può essere espresso dalla seguente relazione:

$$k_e = r_{free} + \beta * (ERP) + s$$

dove:

**r<sub>free</sub>**: rendimento delle attività prive di rischio;

**ERP**: premio per il rischio del portafoglio di mercato (ovvero Equity Risk Premium);

**β**: coefficiente che misura il rischio sistematico della azienda. È stimato mediante la regressione lineare dei rendimenti del titolo della società oggetto di valutazione (se quotata) o di un titolo quotato comparabile rispetto ai rendimenti di uno specifico indice di mercato;

**s**: componente di rischio addizionale.

- ▶ nella prospettiva *asset side*, dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio (così come descritto al punto precedente).

Da quanto sopra ne consegue che la determinazione del costo del capitale di rischio riveste particolare complessità in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo corrispondente a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio per lo specifico rischio assunto.

Il metodo finanziario, declinato nella prospettiva *asset side*, si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{UFCF_t}{(1 + Wacc)^t} + \frac{UFCF_n}{(1 + Wacc)^n} \frac{1}{(Wacc - g_{\infty})}$$

da cui poi:

$$EV - Posizione Finanziaria Netta = Equity Value$$

dove

**EV**: Enterprise Value indica il Valore dell'azienda, oggetto di analisi;

**UFCF**: Unlevered Free Cash Flow, flusso di cassa unlevered, ottenuto per somma algebrica di EBITDA, investimenti o disinvestimenti lordi, incrementi o decrementi del capitale circolante e le imposte cui è soggetta l'impresa non indebitata. Questi flussi non includono le remunerazioni finanziarie (dividendi, interessi e le variazioni di indebitamento netto) e la fiscalità afferente alle stesse;

**UFCFN**: rappresenta l'Unlevered Free Cash Flow normalizzato generabile dall'azienda oltre il periodo oggetto di valutazione analitica e crescente nel tempo secondo il tasso di crescita espresso da  $g_{\infty}$ ;

**WACC**: Weighted Average Cost of Capital: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione degli UFCF. Dovendo stimare il valore delle attività aziendali, tale tasso corrisponderà alla media ponderata del costo del capitale proprio e del capitale di terzi;

**$g_{\infty}$** : rappresenta il saggio di crescita degli UFCF nel lungo periodo;

**n**: corrisponde all'orizzonte temporale del piano economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda oggetto di valutazione e rappresenta quindi il periodo oggetto di valutazione analitica.

## Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si basa sul concetto che il valore economico intrinseco di un complesso aziendale discende dai redditi prospettici che l'azienda appare in grado di generare nel tempo, dalla qualità di tali redditi e dalla loro distribuzione lungo l'arco temporale considerato.

Con l'applicazione del metodo reddituale, il valore di un'azienda corrisponde alla somma dei redditi che la stessa potrà generare nel tempo per remunerare i propri fornitori di capitale, al netto dei versamenti che essa eventualmente richiederà loro, opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo allo scopo; pertanto, il valore di un'azienda consiste nel valore attuale netto (*Net Present Value*) dei redditi che dalla stessa saranno destinati nel tempo ai fornitori di capitale.

Il metodo reddituale può essere declinato sia nella determinazione del valore del capitale economico (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'azienda (prospettiva *asset side*). Nel primo caso, si determina il valore del capitale economico dell'azienda attualizzando i redditi di esclusiva pertinenza degli azionisti. Nel secondo caso, si determina l'Enterprise Value, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei redditi netti prospettici.

Nel caso in cui il metodo reddituale sia applicato nella prospettiva *equity side* i flussi reddituali sono rappresentati dagli utili netti conseguiti dall'azienda. L'utile netto, in quanto disponibile per i soli azionisti sarà attualizzato ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui, invece, il metodo reddituale sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi reddituali da attualizzare sono rappresentati dai redditi operativi defiscalizzati.

In tale specifica fattispecie, il flusso reddituale così determinato è di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto, tale reddito deve essere attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettivo utilizzo) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

Con riguardo al tasso di capitalizzazione utilizzato per attualizzare i redditi, lo stesso sarà, quindi, rappresentato:

- ▶ nella prospettiva *equity side*, dal costo del capitale proprio dell'azienda. Si rimanda, in proposito, a quanto esposto in sede di trattazione del metodo finanziario;
- ▶ nella prospettiva *asset side*, dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio (così come descritto al punto precedente).

Il metodo reddituale, nella prospettiva *equity side*, si riassume nella seguente formula:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{Utile_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{Utile_n}{(k_e - g_{\infty})} \frac{1}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

**Equity Value:** Equity Value indica il valore del capitale economico;

**Utile:** Utile netto atteso generato dalla Società lungo l'orizzonte di valutazione analitica e stimati sulla scorta di un piano economico;

**Utile Normalizzato:** Utile prospettico normalizzato atteso nel lungo periodo dalla società oggetto di analisi;

**Ke:** Costo del capitale proprio dell'azienda – si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi reddituali;

**g<sub>∞</sub>:** rappresenta il saggio di crescita dei flussi di reddito nel lungo periodo.

### **Il metodo misto patrimoniale – reddituale**

I metodi misti patrimoniali – reddituali sono largamente utilizzati nella pratica in quanto compendiano gli elementi di certezza e verificabilità tipici del metodo patrimoniale con la validità concettuale di quello reddituale.

Tali metodi ricorrono in modo particolare quando i risultati forniti dal metodo patrimoniale e da quello reddituale differiscono in misura considerevole. Nel caso in cui l'utilizzo del metodo reddituale dia luogo ad un risultato superiore rispetto al valore patrimoniale, quindi, si evidenzierà un goodwill (avviamento). Nel caso opposto si avrà un badwill.

Nell'ipotesi di esistenza di un badwill, inoltre, questo potrà portare ad un abbattimento del valore patrimoniale: il risultato finale, in tal caso, non potrà comunque mai scendere al di sotto del valore di liquidazione per stralcio delle attività dell'impresa. Tale valore di liquidazione costituirà pertanto il limite minimo nella valutazione di un'azienda.

I metodi misti possono basarsi su diversi criteri. Di seguito ne vengono descritti alcuni tra quelli più comunemente utilizzati.

Metodo della media: i risultati scaturenti dall'analisi patrimoniale e da quella reddituale possono essere sottoposti a media aritmetica semplice (in tal caso si terrà conto della metà del goodwill o badwill inteso come differenza tra i due valori).

Metodo della stima autonoma del goodwill, il quale presuppone l'utilizzo della seguente formula:

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

dove:

**K':** capitale netto rettificato (valore patrimoniale);

**n:** numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del Reddito Differenziale;

**i':** tasso di attualizzazione del Reddito Differenziale;

**i:** tasso di remunerazione del Patrimonio Netto Rettificato, rappresentato dal costo del capitale proprio;

**R:** reddito netto.

In pratica, con l'utilizzo di questo metodo si tende a determinare il valore dell'azienda aggiungendo al capitale netto rettificato (K') un goodwill, calcolato attualizzando ad un tasso i', per un certo numero di anni n, il Reddito Differenziale (R – iK'), cioè quella quota di reddito che eccede una remunerazione normale (calcolata al tasso i) del capitale netto rettificato (K').

## Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli è annoverato tra i così detti “metodi empirici” i quali affrontano il problema della valutazione dell'impresa da una visuale completamente diversa rispetto ai metodi tradizionali analitici.

Essi, infatti, non si fondano su formule valutative analiticamente costruite ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi applicati nelle negoziazioni aventi ad oggetto aziende comparabili con quella oggetto di valutazione.

L'assunto su cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio: fatturato, EBITDA, EBIT, Patrimonio Netto, etc.) ed il valore economico di un'azienda.

Tale relazione stabilisce che il valore economico di un'azienda è il prodotto della grandezza economica presa a riferimento per un coefficiente di moltiplicazione.

L'utilizzo dei multipli si basa su un processo logico sintetizzabile come segue:

- ▶ scelta delle grandezze economiche di riferimento e quindi dei multipli da utilizzare;
- ▶ scelta del campione di società da utilizzare per il confronto;
- ▶ calcolo dei multipli delle società rientranti nel campione;
- ▶ determinazione del valore della società oggetto di analisi attraverso l'applicazione alle grandezze economiche di questa dei multipli delle società comparabili.

Per quanto riguarda la scelta del multiplo o dei multipli da utilizzare, questa può essere effettuata in coerenza con gli altri metodi di valutazione adottati.

Di conseguenza qualora il metodo dei multipli sia affiancato al metodo finanziario, sarà opportuno selezionare i multipli in relazione a grandezze economico – contabili che siano in grado di esprimere la capacità della società di generare flussi di cassa.

In tale ottica i moltiplicatori sono generalmente calcolati in riferimento al fatturato, all'EBITDA o all'EBIT della società. Talvolta, inoltre, data la semplicità di calcolo, sono determinati anche i multipli delle società comparabili, con riferimento al fatturato di ciascuna di esse.

Il metodo dei multipli è di norma applicato mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

- ▶ **Metodo di borsa:** Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare la società da valutare con società quotate similari. Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.
- ▶ **Metodo delle transazioni comparabili:** Il metodo delle transazioni comparabili consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi praticati in transazioni recenti, aventi per oggetto aziende similari.

## 7. Scelta del metodo da parte dell'Advisor

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l., nella propria relazione di stima, ha determinato il valore del capitale economico della Aemme Linea Ambiente S.r.l in misura pari ad **€ 17,44 Mln**.

In particolare, ai fini della determinazione di detto valore, si è fatto riferimento, quale metodologia principale, al metodo dei flussi di cassa attualizzati (nel seguito anche “**Discounted Cash Flow**” o “**DCF**”) nell’approccio c.d. *Unlevered*.

Secondo il Metodo dell’Unlevered Discounted Cash Flow, il valore di un’azienda consiste nel valore attuale netto dei flussi di cassa che dalla stessa saranno generati nel tempo ai fini della determinazione del valore dell’azienda.

Sulla scorta di quanto precede di seguito si riepilogano i principali step seguiti dall’Advisor per la definizione del valore del capitale economico della Target alla data del **31 dicembre 2024**.

\*\*\*

### Principali Assunzioni:

Di seguito si riepilogano sinteticamente le principali assunzioni considerate nell’applicazione del metodo:

- ▶ Data di Riferimento: si è presa a riferimento la data del **31 dicembre 2024**;
- ▶ Dati Prospettici 2025-2027: coerentemente con la data di riferimento sono stati considerati i flussi di cassa prospettici per il **periodo 2025 – 2027** desunti dal Business Plan redatto dalla Società. In particolare, con riferimento ai flussi economici si è tenuto conto della stima degli **EBITDAR** prospettici per il periodo indicato.
- ▶ Aliquota d’imposta: per la stima delle imposte figurative, l’Advisor ha fatto riferimento all’aliquota fiscale italiana sui redditi da impresa (IRES + IRAP) stimata in misura pari al **28,2%**.
- ▶ Tasso di sconto: ai fini dell’attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, è stato utilizzato un costo medio del capitale investito (WACC) pari all’**8,5%**.
- ▶ Terminal Value: in relazione alla stima del valore residuo (o “*Terminal Value*”) sono state considerate le seguenti assunzioni:
  - **EBITDA**: flusso stimato sulla base dell’EBITDA Margin % medio degli anni di Piano (pari al 9,32%) applicato ai ricavi dell’ultimo anno di Piano (pari a **€ 46,69 Mln**) incrementati del tasso di crescita definito (come di seguito dettagliato). Pertanto, il flusso di EBITDA ai fini del calcolo del Terminal Value risulta pari a **€ 4,42 Mln**.
  - **CapEx**: gli investimenti in attivo fisso sono stati stimati sulla base del *Capex/Sales Ratio* dell’ultimo anno di previsione esplicita, ossia il 2027, (pari al **5,33%**) e, dunque, determinati in misura pari ad **€ 2,53 Mln**;
  - **D&A**: ammortamenti stimati in misura pari al **75%** delle CapEx sopra determinate, nell’ipotesi di una conversione, nel lungo periodo, del rendimento del capitale investito al costo medio ponderato del capitale (WACC);
  - **G rate**: tasso di crescita di lungo periodo pari all’**1,5%**, lievemente inferiore rispetto alle stime di crescita di lungo termine relative all’Italia desunte dalla release di ottobre 2024 del *World Economic Outlook* (fonte: *Fondo Monetario Internazionale*).

- **Attualizzazione:** si specifica che ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa l'Advisor ha applicato la c.d. *mid-year convention*.
- **Adjustments all'Enterprise Value:** L'Enterprise Value è stato rettificato al fine di includere il valore attuale, al netto dell'effetto fiscale, dell'assorbimento (previsto dal Management per gli anni 2026 e 2027 al quale è stata assegnata una probabilità di accadimento del 50% da parte del Management) della componente di conguaglio maturata al 31 dicembre 2024, relativa ai costi delle annualità pregresse che non sono stati compresi nelle entrate tariffarie degli anni precedenti a causa del raggiungimento del limite alla crescita fissato dall'Ente territorialmente competente nell'ambito del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2). Nello specifico, tale importo è stimato in €418 k a cui vengono sottratti anche € - 755 k relativi all'aggiustamento dei crediti, determinando un impatto complessivo di € - 337 k.
- **Posizione Finanziaria Netta:** la posizione finanziaria netta considerata ai fini della determinazione dell'Equity Value risulta essere un dato c.d. *adjusted* e, nello specifico, risulta pari a € 2,09 Mln in eccesso di cassa. La stessa è stata determinata come di seguito riportato:

**Tabella:** Posizione Finanziaria Netta - Pwc

Posizione Finanziaria €/000	31.12.2024
<b>Posizione Finanziaria Netta Contabile</b>	<b>(242)</b>
Debito per TFR	1.057
Crediti/debiti Intercompany	(2.825)
Immobilizzazioni finanziarie	(80)
<b>Totale Adjustments</b>	<b>(1.848)</b>
<b>Posizione Finanziaria Netta (Adjusted)</b>	<b>(2.090)</b>

Fonte: Pwc

\*\*\*

#### Determinazione dell'Equity Value:

Pertanto, considerando un'Enterprise Value determinato in misura pari a € 15,35 Mln, al netto del valore della Posizione Finanziaria Netta Adjusted al 31.12.2024 pari ad € 2,09 Mln in eccesso di liquidità come precedentemente descritto, l'Equity Value stimato dall'Advisor corrispondente al 100% del valore economico della Target nella propria relazione di stima risulta pari ad € 17,44 Mln come sintetizzato nella tabella sottostante.

**Tabella:** Equity Value - Pwc

€/000	31.12.2024
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>15.353</b>
PFN alla data di riferimento	(2.090)
<b>Equity Value (EQ)</b>	<b>17.443</b>

Fonte: Pwc

## 8. Reperforming Valutativo

Ai fini del nostro incarico, abbiamo verificato il ricalcolo matematico dei risultati della valutazione a cui è prevenuto l'Advisor e riperformato una valutazione della Aemme Linea Ambiente S.r.l. ai fine di verificarne la congruità.

Si ricorda che le risultanze delle analisi del presente Parere possono aver subito per comodità alcuni arrotondamenti alla seconda cifra decimale, non avendo avuto accesso al file excel di calcolo dell'Advisor. Eventuali ricalcoli assumendo tali valori potrebbero condurre pertanto a lievi differenze rispetto ai risultati a cui si è pervenuti. Tali differenze sono da considerare come tipici scostamenti da arrotondamento connessi allo svolgimento dei calcoli su supporto Excel.

Ai fini della presente *Fairness Opinion*, si è ritenuto opportuno stimare l'Equity Value della Società attraverso (i) l'Unlevered Discounted Cash Flow Method, applicato quale metodologia principale corroborato dal (ii) metodo dei multipli di Transazioni Comparabili applicato quale metodologia di controllo.

### 8.1 Applicazione del metodo principale: UDCF

Considerata la natura dell'Operazione e le informazioni disponibili (i.e. Piano economico finanziario pluriennale), si è ritenuto ragionevole proporre come metodo di valutazione per la determinazione del valore corrente teorico del 100% della Target il metodo finanziario, confermando la coerenza dell'approccio adottato dall'Advisor.

Come detto in precedenza, il metodo finanziario (c.d. *Unlevered Discounted Cash Flow Method*) permette di determinare il valore di un'azienda come somma dei flussi di cassa che la stessa potrà corrispondere nel tempo ai propri fornitori di capitale, al netto dei versamenti che essa eventualmente richiederà loro, opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo allo scopo (costo dell'*Equity* o il *WACC* a seconda dei flussi considerati); pertanto, il valore di un'azienda consiste nel valore attuale netto (*Net Present Value*) dei flussi di cassa che dalla stessa saranno destinati nel tempo ai fornitori di capitale.

L'approccio *asset side* risulta idoneo a soddisfare lo scopo della presente valutazione.

In particolare, nell'approccio *asset side*, si procede dapprima alla determinazione del valore del capitale operativo dell'azienda, considerando i flussi finanziari attribuibili a tutti i conferenti di capitale (sia a titolo di debito che di rischio) attualizzati ad un tasso pari alla media ponderata del costo del debito e dei mezzi propri (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*) e, successivamente, il valore del capitale per gli azionisti viene determinato sottraendo al valore operativo dell'azienda l'indebitamento finanziario netto alla data di valutazione. Tale approccio viene perseguito attraverso la metodologia dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*.

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze sopra individuate.

#### **Periodo di proiezione esplicita**

L'arco di tempo da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziari dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di equilibrio. Infatti, le metodologie di stima del valore residuo si basano di norma sulle seguenti ipotesi principali:

- ▶ l'azienda produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- ▶ l'azienda cresce a tassi costanti e reinveste nell'attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;

- l'azienda ottiene un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.

D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita ad un arco di tempo eccessivamente lungo comporta problemi di stima delle grandezze economico patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza eventi e condizioni che si realizzeranno in un futuro lontano.

Sulla scorta di quanto precede, il numero di anni "n" utilizzato ai fini della proiezione esplicita dei flussi è stato posto pari a **3 anni** (i.e. 2025-2027), numero di anni previsionali contenuti nel Piano predisposto dal Management della Società.

### **Flussi finanziari unlevered per il periodo di proiezione esplicita**

Nel metodo dell'UDCF (*Unlevered Discounted Cash Flow*), i flussi finanziari  $F(t)$  per il periodo di proiezione esplicita da attualizzare sono quelli *unlevered*, ossia i flussi annui di cassa al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, accensioni e rimborsi di finanziamenti, oneri finanziari, aumenti o rimborsi di capitale e dividendi.

I flussi finanziari *unlevered*  $F(t)$  per il periodo di proiezione esplicita sono stati determinati sulla base del Piano predisposto dal Management, definiti come segue.

**Tabella:** Determinazione FCFO

UDCF €/000	2025 <i>Forecast</i>	2026 <i>Forecast</i>	2027 <i>Forecast</i>
<b>EBITDAR<sup>1</sup></b>	<b>3.615</b>	<b>4.189</b>	<b>4.971</b>
D&A	(1.380)	(1.558)	(1.679)
<b>EBIT</b>	<b>2.235</b>	<b>2.631</b>	<b>3.292</b>
Figurative taxes (28,2%)	(630)	(742)	(928)
<b>NOPAT</b>	<b>1.605</b>	<b>1.889</b>	<b>2.364</b>
D&A	1.380	1.558	1.679
<b>Gross cash flow</b>	<b>2.985</b>	<b>3.447</b>	<b>4.043</b>
Δ NWC <sup>2</sup>	379	(130)	161
Capex <sup>3</sup>	(3.108)	(1.944)	(2.350)
<b>Flussi di cassa operativi (FCFO)</b>	<b>256</b>	<b>1.373</b>	<b>1.854</b>

Fonte: rielaborazioni Crowe su dati Management

Il *tax rate* applicato ai fini del calcolo delle imposte figurative è stato calcolato applicando un'aliquota pari a **28,2%**, ritenendo ragionevole quella utilizzata dall'Advisor ai fini della propria valutazione.

<sup>1</sup> Si è preso a riferimento il parametro EBITDAR, in coerenza con la Posizione Finanziaria Netta, la quale è stata aggiustata considerando anche il valore residuo del debito per leasing.

<sup>2</sup> Si ricorda che la variazione di capitale circolante netto è stata calcolata avendo a riferimento il dato *Actual* al 31.12.2024.

<sup>3</sup> Si specifica che non è stata considerata nell'ammontare delle CapEx la quota di investimenti per attività extra-operative pari a € 24 k nel 2025, € 28 k nel 2026 ed € 42 k nel 2027.

### Valore attuale flussi di cassa per il periodo esplicito ("Cumulated PV UDCF")

I flussi finanziari *unlevered*  $F(t)$  per il periodo di proiezione esplicita (2025 – 2027) sono stati poi attualizzati considerando come tasso di sconto il WACC, pari ad **8,70%** per i cui dettagli di calcolo si rimanda in appendice, Allegato 1.

Si specifica che, in linea con un approccio prudenziale, ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa l'Advisor ha applicato la c.d. *year-end* convention (diversamente da quanto applicato dall'Advisor).

**Tabella:** Stima UDCF e valore cumulato

€/000	2025 <i>Forecast</i>	2026 <i>Forecast</i>	2027 <i>Forecast</i>
<b>Flussi di cassa operativi (FCFO)</b>	<b>256</b>	<b>1.373</b>	<b>1.854</b>
WACC	8,70%		
Period counter	1,00	2,00	3,00
Discount factor	0,92	0,85	0,78
<b>Valore Attuale Unlevered CF</b>	<b>235</b>	<b>1.162</b>	<b>1.444</b>
<b>Valore Cumulato UDCF</b>	<b>2.841</b>		

Fonte: rielaborazioni Crowe su dati Management

Il totale del valore attuale dei flussi finanziari *unlevered* per il periodo esplicito 2025-2027 ammonta, pertanto, a **€ 2,84 Mln.**

### Valore residuo (Terminal Value)

Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo  $F(n)$  può essere determinato come:

- ▶ valore di liquidazione dell'attivo: si ipotizza che il valore residuo sia pari ad una stima dei flussi di cassa ottenibili dalla vendita degli asset della società, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- ▶ formula della convergenza: si ipotizza che il valore residuo corrisponda al reddito operativo netto normalizzato, capitalizzato in base al WACC;
- ▶ valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici tipo P/E o P/BV: si ipotizza che la società assuma un valore pari a un multiplo del suo utile netto futuro atteso;
- ▶ formula della perpetuità di crescita del flusso finanziario disponibile: si ipotizza che il flusso di cassa della società cresca ad un tasso costante ( $g$ ) oltre il periodo di proiezione esplicita e che il valore residuo sia pari alla capitalizzazione del flusso di cassa normalizzato della società atteso in futuro. Questo modello presuppone che il fattore di capitalizzazione sia determinato come differenza tra il WACC ed il tasso di crescita atteso in perpetuità ( $g$ ).

Ai fini del presente lavoro, si è fatto riferimento a quest'ultima alternativa, che trova espressione nella seguente formula:

$$F_{(n)} = \frac{FCF_{(n+1)}}{(WACC - g)}$$

dove:

- ▶ FCF(n+1): livello normalizzato di cash flow disponibile relativo al primo anno seguente il periodo esplicito di previsione;
- ▶ WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- ▶ g: tasso di crescita del cash flow disponibile atteso in perpetuità.

Nel caso di specie, il flusso finanziario prospettico medio FCF(n) è stato calcolato ipotizzando un flusso finanziario *unlevered* normalizzato pari a **€ 1,01 Mln**, stimato ipotizzando:

- ▶ EBITDAR medio degli anni 2024-2027, determinato in misura pari a **€ 4,24 Mln**;
- ▶ Capex di mantenimento ipotizzati pari al valore medio stimato per gli anni di Piano (pari ad **€ 2,47 Mln**).
- ▶ Ammortamenti pari al **75%** delle CapEx di Terminal Value, coerentemente con l'approccio applicato dall'Advisor, nell'ipotesi di una conversione, nel lungo periodo, del rendimento del capitale investito al costo medio ponderato del capitale (WACC);
- ▶ Imposte figurative sull'EBIT pari al **28,20%**.

Secondo quanto suggerito da autorevole dottrina (L. Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, 2005), il **tasso di crescita g** da assumere è quello che ragionevolmente può essere mantenuto dall'impresa a tempo indefinito, in considerazione dello stato di maturità del settore; su orizzonti lunghi è comunque praticamente impossibile sostenere una crescita eccedente quella dell'economia nel suo complesso. Tenuto conto di quanto precede, si è ritenuto congruo considerare quale fattore "g" un valore del **1,5%**, in linea con il valore considerato dall'Advisor nel proprio esercizio valutativo e in un range di ragionevolezza rispetto alle previsioni di inflazione di lungo periodo in Italia.

Alla luce di quanto precede, il valore residuo (c.d. *Terminal Value*) è stato determinato in misura pari ad **€ 15,52 Mln** e il suo valore attuale pari a **€ 12,08 Mln**, come riepilogato nella tabella seguente.

**Tabella:** Stima Terminal Value

€/000	
FCFO Terminal Value	1.101
Terminal Value (TV)	15.519
<b>Valore Attuale Terminal Value</b>	<b>12.083</b>

Fonte: rielaborazioni Crowe su dati Management

### **Enterprise Value (EV) ed Equity Value (EQ)**

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore economico (*Enterprise Value*) della Target è stato posto pari alla somma del valore attuale dei flussi finanziari *unlevered*  $F(t)$  generati nel periodo di proiezione esplicita e del valore residuo  $F(n)$ , attualizzati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale WACC.

Pertanto, l'**Enterprise Value (EV)** è stato determinato in misura pari a **€ 14,92 Mln**, come riportato nella seguente tabella:

**Tabella:** Stima Enterprise Value

€/000	2025	2026	2027
	<i>Fct</i>	<i>Fct</i>	<i>Fct</i>
<b>Flussi di cassa operativi (FCFO)</b>	<b>256</b>	<b>1.373</b>	<b>1.854</b>
Fattore di attualizzazione	0,92	0,85	0,78
<b>Valore attuale flussi</b>	<b>235</b>	<b>1.162</b>	<b>1.444</b>
Totale valore attuale flussi	2.841		
Valore attuale Terminal Value	12.083		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>14.923</b>		

Fonte: rielaborazioni Crowe su dati Management

L'importo così ottenuto deve essere rettificato del valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN). In particolare, è stato considerato il valore della **PFN Adjusted** (per i cui dettagli di calcolo si rimanda in Appendice, *Allegato 3*) e del debito per leasing al 31.12.2024 – rispettivamente pari a **6,15 Mln** in eccesso di liquidità ed **€ 3,60 Mln** – al fine di ottenere un **Equity Value (EQ)** del 100% della Target pari a **€ 17,47 Mln** come dettagliato nella tabella sottostante.

**Tabella:** Stima Equity Value

€/000	31.12.2024
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>14.923</b>
Posizione Finanziaria Netta Adjusted	(6.149)
Debito residuo per leasing	3.600
<b>Equity Value (EQ)</b>	<b>17.472</b>

Fonte: rielaborazioni Crowe su dati Management

### Analisi di sensitività

Ai fini della presente Relazione è stata effettuata un'analisi di sensitività su due parametri rilevanti della valutazione (WACC e Tasso di crescita di lungo periodo "g rate") ipotizzando variazioni di entrambi i parametri in un range del **+/-0,50%**.

Di seguito le risultanze.

**Tabella:** Sensitivity Analysis

		WACC		
		8,20%	8,70%	9,20%
G rate	1,00%	17.413	16.632	15.947
	1,50%	18.374	<b>17.472</b>	16.688
	2,00%	19.490	18.438	17.532

Fonte: rielaborazioni Crowe

## 8.2 Applicazione del metodo di controllo: Multipli di Transazione

Come anticipato, al fine di confermare le risultanze ottenute mediante l'applicazione del metodo principale, si è proceduto con l'applicazione del **metodo dei multipli di transazioni**, il quale consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi realizzati in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari operanti nello stesso settore della Società da valutare. In sintesi, tale metodo prevede l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto tra il valore della transazione comparabile ed alcune grandezze economico-patrimoniali ritenute significative. Il valore della società oggetto di valutazione risulta determinato mediante l'applicazione dei multipli di transazione, così calcolati, alle corrispondenti grandezze fondamentali della società stessa.

Nel caso di specie, il multiplo di riferimento scelto per la valutazione è il multiplo **EV/EBITDA**, in quanto comunemente considerato il più attendibile alla luce dalla consolidata prassi valutativa. Infatti, tale moltiplicatore risentirebbe meno delle politiche discrezionali seguite nella formazione del bilancio e valorizza allo stesso tempo la capacità di fare margini della società (diversamente da altri multipli quali EV/Sales). Nello specifico, si è selezionato il **multiplo medio adjusted** (i.e. media senza estremi) del panel definito (per maggiori dettagli si rimanda in Appendice, *Allegato 2*), pari a **5,93x**.

A questo è stato applicato uno sconto del **25%** per riflettere il parametro della ridotta dimensione e liquidità (*size/liquidity discount*) della Target rispetto al Panel di transazioni identificate (per maggiori dettagli si veda l'Appendice, *Allegato 4*), determinando un multiplo EV/EBITDA applicato ai fini valutativi pari al **4,45x**.

L'analisi è stata, quindi, svolta considerando l'**EBITDA** medio della Società nel periodo 2022-2024 (pari ad € **2,61 Mln**). Applicando a detto valore il multiplo scontato, l'**Enterprise Value** si attesta pari a € **11,60 Mln**.

Considerando una **Posizione Finanziaria Netta** al 31.12.2024 pari a € **6,15 Mln** (in eccesso di cassa, senza considerare l'aggiustamento per il debito per leasing di € 3,60 Mln coerentemente con il parametro scelto – ossia l'EBITDA e non l'EBITDAR) l'**Equity Value** risulterebbe pari ad € **17,75 Mln** come sintetizzato nella tabella sottostante.

**Tabella:** Determinazione dell'Equity value – metodo di controllo

€/000	
<b>EBITDA medio 2022-2024</b>	<b>2.611</b>
Multiplo EV/EBITDA adjusted	<b>4,45x</b>
<b>EV</b>	<b>11.606</b>
PFN Adjusted (31.12.2024)*	(6.149)
<b>Equity Value</b>	<b>17.755</b>

Fonte: rielaborazioni Crowe

\*Senza considerare aggiustamento del debito per leasing

## 9. Conclusioni

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente Parere è stato predisposto, indicate al paragrafo 1, oltre che alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel paragrafo 4.

In relazione alle metodologie di analisi finanziaria e di valutazione sopra descritte, evidenziamo le nostre conclusioni sulla determinazione del valore corrente teorico della Società individuato dall'Advisor:

- ▶ le metodologie di analisi finanziaria e di valutazione impiegate dall'Advisor risultano coerenti rispetto alla configurazione dell'Operazione ed alle informazioni disponibili e risultano, altresì, in linea con gli approcci riscontrabili sul mercato per operazioni similari;
- ▶ il metodo adottato dall'Advisor è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni aziendali, nella specifica fattispecie. In particolare, l'applicazione del metodo finanziario è stata considerata quale metodologia maggiormente idonea alla luce della documentazione resa disponibile dalla Società oltre che dalla tipologia di business in cui opera la Società. Pertanto, tale approccio è da ritenersi ragionevole ed in linea con le *best practices* in tema di valutazioni su target similari;
- ▶ gli approcci utilizzati sono ragionevoli e risultano coerenti con le informazioni utilizzate e i risultati ottenuti;
- ▶ le analisi da noi svolte, comprensive del *reperforming* tramite UDCF ed il metodo dei multipli di transazione, oltre che i colloqui con il Management occorsi confortano le conclusioni a cui l'Advisor è pervenuto.

**Sulla base delle nostre considerazioni e nei limiti dell'incarico a noi conferito, siamo dell'opinione che il valore corrente teorico al 31.12.2024 della Target determinato dall'Advisor in € 17,44 Mln rientri in un intervallo di ragionevolezza rispetto ai nostri ricalcoli.**

Si ricorda che per sua natura, il lavoro di valutazione non può essere considerato come una scienza esatta e le conclusioni a cui esso perviene in molti casi sono soggettive e dipendono da giudizi e opinioni personali. Non è pertanto possibile considerare il valore individuato come unico ed inconfutabile.

In particolar modo si sottolinea che i risultati ottenuti sono da considerarsi subordinati alla ragionevolezza, accuratezza, correttezza e completezza delle ipotesi sottostanti al bilancio, al business plan, ai dati ed alle altre informazioni ottenute. Si ricorda che non è oggetto del presente lavoro la verifica delle ipotesi sottostanti le assunzioni del Business Plan. Modifiche di tali ipotesi o dei dati inviatoci potrebbero comportare un risultato sostanzialmente diverso da quello presentato nella presente relazione.

La presente lettera è destinata a Vostro uso esclusivo e non potrà essere distribuita ad altri, ivi inclusi soggetti finanziatori, legali di questi ultimi o altri consulenti, senza un precedente consenso scritto.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e,  
con l'occasione, inviamo distinti saluti.

**Crowe Bompani Advisory S.r.l.**



Lorenzo Barra  
(Partner)

## 10. Appendice

### Allegato 1: WACC

Parameters	Value Crowe	Note
Risk Free Rate	3,70%	10 years maturity Bond (Italy) – 12 months average as of 31.12.2024
Market Risk Premium	4,33%	Industrialised countries Market Risk Premium (Damodaran Gennaio 2025)
Beta Unlevered	0,78	Beta Unlevered - Comparable Companies Damodaran, Environmental & Waste Services (Gennaio 2025)
D/E Target	70,25%	Comparable Companies capital structure – Damodaran, Environmental & Waste Services (Gennaio 2025)
Tax Rate	24,00%	Corporate Tax Rate
Relevered Beta	1,19	Relevered Beta = Beta Unlevered x (1 + (D/E) x (1 - t))
Additional Risk Premium	3,21%	Size premium (Duff& Phelps)
<b>Cost of Equity (Ke)</b>	<b>12,08%</b>	<b>Ke = Rf + (MRP x Relevered Beta) + Additional Risk Premium</b>
Base Rate	2,62%	EURIRS 10 years - 12 months average
Spread	2,50%	Spread
<b>Gross Cost of Debt</b>	<b>5,12%</b>	Gross cost of debt
Tax Rate	24,00%	Corporate Tax Rate (IRES)
<b>Net Cost of Debt (Kd)</b>	<b>3,89%</b>	<b>Kd = Gross cost of debt * (1 - t)</b>
E/(E+D)	58,74%	We based on Comparables capital structure
D/(E+D)	41,26%	Wd based on Comparables capital structure
<b>WACC</b>	<b>8,70%</b>	<b>WACC = (Ke x We) + (Kd x Wd)</b>

Fonte: Elaborazioni Crowe su dati Refinitiv

## Allegato 2: Multipli di Transazione

Target	Target Description	Announced Date	EBITDA Multiple
Orim	Recupero metalli, smaltimento rifiuti industriali	2024	6,10x
Bigaran Servizi Ambientali	n.a.	2023	7,70x
Demap S.r.l.	n.a.	2019	5,60x
Mecomer S.r.l.	n.a.	2019	5,20x
Renewi plc (100% Stake)	Waste management services provider.	28/09/2023	5,58x
Deco Spa (65% Stake)	Italy-based waste-management company	20/09/2021	6,18x
Berg SpA (60% Stake)	Italy-based company engaged in treatment of solid and liquid waste disposal	05/08/2019	6,25x
Rilta Environmental Limited	Ireland-based company engaged in waste management	03/05/2018	6,45x
O'Brien Waste Recycling Solutions Limited	UK-based provider of waste management services	05/07/2017	5,33x
<b>Media senza estremi</b>			<b>5,93x</b>
<b>Sconto sul multiplo</b>			<b>25%</b>
<b>Multiplo scontato</b>			<b>4,45x</b>

Fonte: Mergermarket

**Allegato 3: Posizione Finanziaria Netta**

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>2024</b>
<b>€</b>	<b>Actual</b>
Debiti finanziari	628.015
Disponibilità Liquide	(4.368.470)
<b>PFN Contabile</b>	<b>(3.740.455)</b>
Fondo TFR	926.830
Attività finanziarie nette	(2.825.031)
<i>Attività finanziarie (cash pooling)</i>	<i>(3.350.788)</i>
<i>Stima imposte 2024 ALA pagate da AMGA per consolidato fiscale</i>	<i>525.757</i>
Immobilizzazioni Finanziarie	(92.137)
<i>Partecipazione Neutalia srl*</i>	<i>(67.500)</i>
<i>Finanziamento soci - Neutalia srl*</i>	<i>(5.000)</i>
<i>Depositi cauzionali infruttiferi</i>	<i>(19.637)</i>
<b>PFN Adjusted - netto crediti e conguagli</b>	<b>(5.730.793)</b>
Conguaglio costi**	(418.000)
<b>Tot. Adjustments</b>	<b>(418.000)</b>
<b>PFN Adjusted pre leasing</b>	<b>(6.148.793)</b>

Fonte: Rielaborazione Crowe

\*Si specifica che, in relazione alla rettifica inerente alle immobilizzazioni finanziarie, è stato considerato il Valore Contabile (i.e Book Value) della partecipazione detenuta in Neutalia S.r.l. al 31.12.2024, pari ad € 72.500 (comprensivo di € 5.000 relativo al finanziamento soci), approssimativamente pari alla relativa quota di patrimonio netto. La Scrivente non si esprime su eventuali plusvalori latenti relativi a tale partecipazione.

\*\* Conguaglio al fine di includere il valore attuale, al netto dell'effetto fiscale, dell'assorbimento (previsto dal Management per gli anni 2026 e 2027 al quale è stata assegnata una probabilità di accadimento del 50% da parte del Management) della componente di conguaglio maturata al 31 dicembre 2024, relativa ai costi delle annualità pregresse che non sono stati compresi nelle entrate tariffarie degli anni precedenti a causa del raggiungimento del limite alla crescita fissato dall'Ente territorialmente competente nell'ambito del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2).

## Allegato 4: sconti di liquidità e di minoranza

### Premi e sconti: Overview

Secondo l'OIV, i premi e gli sconti identificano delle **rettifiche** (normalmente espresse nella forma di **sconti percentuali**, rispettivamente **positivi e negativi**) da applicare ad una base di valore per giungere ad una diversa base di valore. La **misura dei premi e degli sconti** deve essere ragionevole e deve riflettere:

1. il **paradigma valutativo** corrente di mercato;
2. le **caratteristiche** dell'oggetto della valutazione

Tali sconti e premi sono particolarmente impiegati nella valutazione del capitale delle *private firm* effettuata su base comparata rispetto alle public company (in linea generale, di pronto o rapido realizzo monetario), anche a prescindere dal tipo di *owner*.

### Il liquidity discount (DLOM) nella pratica valutativa:

Il tema dell'illiquidità assume particolare rilievo nel caso della valutazione **di aziende non quotate**. Ciò in quanto, a parità di altre condizioni, le azioni quotate in un mercato regolamentato sono più liquide di quelle emesse da una società non quotata. Peraltro, i dati relativi ai titoli quotati possono essere utili per verificare l'impatto del diverso grado di liquidità sui prezzi di mercato.

In presenza di società non pubbliche, le cui azioni non sono scambiate su mercati regolamentati, la pratica valutativa può prevedere l'applicazione di uno sconto di liquidità al fine di considerare le ridotte opportunità di circolazione dell'azione stessa.

A tal riguardo, Aswath Damodaran (2005) definisce **5 principali fattori** che possono determinare uno **sconto di liquidità**:

1. Limitata liquidità degli asset detenuti dalla società valutata;
2. Situazione finanziaria della società target non solida e limitata capacità di generare flussi di cassa;
3. Possibilità di quotazione delle società non percorribile come exit (nel medio termine);
4. Volume di ricavi contenuto rispetto ai principali competitors di settore (sconto per una minore dimensione);
5. Impossibilità di esercitare il controllo azionario (in grado di generare anche uno sconto di minoranza).

### Ulteriori evidenze:

Oltre alla posizione del Prof. Damodaran, sopra esposta, si riportano alcuni principali contributi sul tema che traducono in termini quantitativi tali fattori.

In passato, infatti, sono state svolte diverse analisi sull'impatto della scarsa liquidità di azioni sul valore dell'azione stessa.

- ▶ Studi nel periodo dal 1966 al 1988, tra cui Gelman (1972), Trout (1977), Pittcock e Stryker (1983), Hertz e Smith (1983) e Silber (1991) hanno mostrato uno **sconto medio del 31,6%** con un minimo di circa **14%** ed un massimo nell'intorno del **42%**;
- ▶ Ulteriori studi su un periodo più esteso, Hall and Polacek (1994), Bajaj, Denis, Ferris and Sarin (2001), Finnerty (2003), con osservazioni fino al 1997, mostrano sconti mediamente inferiori al 25%, **attestandosi tra il 20% ed il 28%**

- Secondo studi più recenti svolti nel periodo tra il 1997 ed il 2008 tra cui Aschwald (2000), Columbia Financial Advisors e Hall (2003), lo sconto di liquidità si attesta in un range tra il **13%** ed il **23%**, con una media riferita al periodo 1997-2007 pari al **16,7%**.

**Tabella:** Evidenze empiriche sconto liquidità

Periodo	Min	Max
Studi nel periodo tra il 1966 ed il 1988	14%	42%
Studi nel periodo tra il 1994 ed il 1997	20%	28%
Studi nel periodo tra il 1997 ed il 2008	13%	23%
<b>Media</b>	<b>16%</b>	<b>31%</b>
<b>Media Rounded</b>	<b>15%</b>	<b>30%</b>

Fonte: Elaborazione Scrivente

Come riepilogato nella tabella, che sintetizza le risultanze dei menzionati studi riportandone il valore medio dei tre periodi di analisi, è possibile affermare che lo sconto per la dimensione si collochi in un intervallo (arrotondato) tra il **15%** ed il **30%**.

Anche il vigente regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia, nell'illustrare i criteri utilizzabili da parte dei fondi nella valutazione delle partecipazioni in società non quotate, precisa che "per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi ... [di valutazione] è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento"<sup>4</sup>(3).

Inoltre, l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) in una sua pubblicazione del dicembre 2014 ha confermato tali ipotesi, identificando un range compreso tra il **13%** ed il **45%**<sup>5</sup>.

\*\*\*

<sup>4</sup> Banca d'Italia, "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio — Provvedimento del 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2021", titolo V, capitolo IV, sezione II, § 2.4.6 (p. 179).

<sup>5</sup> Fonte: «*Principi Italiani di Valutazione – Premi e sconti*», Organismo Italiano di Valutazione, 1 dicembre 2014.