

Allegato B) alla deliberazione consiliare n. 38 di data 24 luglio 2019



**Azienda Multiservizi Rovereto**

## **Vaiutazione del complesso aziendale**

**Azienda Multiservizi Rovereto**

A cura di:



**Studio Decaminada**  
Dottori Commercialisti Revisori contabili

**Rovereto, 29 giugno 2019**

## SOMMARIO

1.	OBIETTIVO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE
1.1	IPOTESI E LIMITI DELL'INCARICO .....
1.2	BASE INFORMATIVA UTILIZZATA .....
1.3	DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE .....
1.4	CENNI SUI CRITERI DI VALUTAZIONE .....
1.5	LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO .....
2.	LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO
2.1	CENNI STORICI SULLA SOCIETA' ED EVOLUZIONE .....
2.2	LE AREE DI BUSINESS .....
2.3	IL SETTORE E IL MERCATO .....
2.4	ANALISI STRATEGICA, FATTORI COMPETITIVI E POSIZIONAMENTO .....
3.	ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO
3.1	I BILANCI STORICI .....
3.2	I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS .....
3.3	L'ANALISI DEI BILANCI .....
3.4	LA NORMALIZZAZIONE DEGLI AGGREGATI ECONOMICI .....
3.5	REVISIONE DEI VALORI PATRIMONIALI AL FAIR VALUE E INTANGIBLES .....
3.6	LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI INTERESSE .....
4.	IL PROCESSO VALUTATIVO
4.1	L'ANALISI CONDOTTA .....



Studio Decaminada STP S.r.l. – 38122 Trento – Viale san Francesco d'Assisi 10



4.2 LA METODOLOGIA, LE ASSUNZIONI, I PARAMETRI, I CALCOLI.....

4.3 METODO DEI MULTIPLI COME CONFRONTO E VERIFICA.....

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 IL CALCOLO DEL VALORE GENERALE.....





## 1. OBIETTIVO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE

A seguito di esperimento di gara telematica come da verbali del 5 e 12 marzo 2019 il sottoscritto dott. **Paolo Decaminada**, nato a Cavalese (TN) il 30 luglio 1967, residente a Trento al Rione S. Marco 17, con Studio in Trento al Viale S. Francesco d'Assisi 10, C.F. DCMPLA67L30C372T, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Trento e Rovereto- sezione A, al nr 247, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali al nr 111.793, professionista incaricato della società Studio Decaminada S.T.P. S.r.l., con sede in Trento al Viale San Francesco d'Assisi 10, codice fiscale e numero di iscrizione al registro imprese 02470590221, ha ricevuto incarico dal comune di Rovereto nella persona del dott. Mauro Amadori, nella Sua qualità di Direttore Generale e per la carica domiciliato in Rovereto alla Piazza Podestà 11, chiamato all'uopo dalla Giunta Comunale di Rovereto con deliberazione n. 7 di data 22 gennaio 2019 all'individuazione di un professionista esterno, di stimare il valore generale del capitale economico al 31 dicembre 2018 dell'azienda speciale "Azienda Multiservizi Rovereto", in sigla d'ora in avanti, per brevità, anche AMR, al fine della sua trasformazione in società di capitali.

Con determinazione dirigenziale n. 480 di data 19 marzo 2019, il Direttore Generale affidava formale mandato allo studio Decaminada STP S.r.l., nella persona del suo amministratore unico e professionista incaricato Paolo Decaminada, l'incarico di redazione della summenzionata perizia valutativa per i fini di cui alla deliberazione n. 7 di data 22 gennaio 2019.

La presente relazione deve intendersi valutazione asseverata necessaria quale elemento perfezionativo ai fini della trasformazione dell'attuale assetto di AMR premesso che il Comune di Rovereto intende trasformare AMR in società a responsabilità limitata attribuendogli un valore non inferiore ad euro 4.600.000,00 di cui euro 3.000.000 a titolo di capitale sociale ed euro 1.600.000 a titolo di Riserva Sovrapprezzo Quote.

### 1.1 Ipotesi e limiti dell'incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate nell'ambito delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:





- la valutazione ha tenuto conto dei dati economici, patrimoniali e finanziari, riportati nei bilanci relativi agli esercizi 2015, 2016, 2017 e 2018 e si è basata, inoltre sui piani strategici e previsionali predisposti dalla Direzione della Società. Si precisa che tali dati e informazioni, sono stati da noi assunti senza che ci sia stata richiesta, al riguardo, alcuna analisi critica circa la loro congruità, correttezza, completezza e validazione;
- la valutazione si è fondata sui suddetti elementi storici e previsionali e non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi né di eventi e condizioni, endogeni ed esogeni, successivi alla data di riferimento della valutazione;
- le caratteristiche organizzative e produttive della Società, l'ambito competitivo e gli sviluppi attesi nel mercato di riferimento sono stati da noi unicamente discussi con la Direzione della Società.

La presente valutazione costituisce una opinione di valutazione redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Si tiene a precisare in questo contesto inoltre quanto segue:

- la presente valutazione non costituisce in modo alcuno ed in nessuna parte giudizio sull'operato dell'organo amministrativo e del managament AMR;
- la presente valutazione non costituisce parere in merito a possibili future riorganizzazione di AMR, tantomeno costituisce titolo per la revisione della sua pianta organica;
- per sua natura l'operazione prospettata comporta il passaggio senza soluzione di continuità di tutti i rapporti attivi e passivi facenti capo ad AMR, con particolare riferimento ai contratti di lavoro dipendente;
- la presente valutazione non costituisce invito a procedere alla trasformazione di AMR in società di capitali;
- i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire ai sensi dell'art. 2465 del Codice Civile, la stima del valore dell'azienda di proprietà di AMR.





## 1.2 Profilo professionale

Lo scrivente è in possesso dei seguenti requisiti professionali:

- Iscrizione all'albo dei dottori commercialisti esperti contabili di Trento al numero 247-A
- Iscrizione al Registro dei Revisori Contabili al numero 111.793
- Frequenza della scuola di alta formazione triveneta in tema di valutazione d'azienda
- Numero attività professionali svolte in tema di valutazione anche di aziende *multi utilities* a partecipazione pubblica.

La società incaricata Studio Decaminada STP S.r.l. è iscritta all'ordine dei dottori commercialisti esperti contabili di Trento, sezione speciale STP, al numero 21.

## 1.3 Indipendenza, consapevolezza dello scopo della valutazione e codice etico

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara:

- b) di godere dei requisiti di indipendenza richiesta dalle norme di legge e dai principi deontologici vigenti
- c) di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
- d) di aderire su base volontaria al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC (ultima edizione: Dicembre 2011). Il codice riporta al paragrafo 12 i "Principi Fondamentali" che è opportuno qui richiamare:

*"It is fundamental to the integrity of the valuation process that those who rely on valuations have confidence that those valuations are provided by valuers who have the appropriate experience, skill and judgement, who act in a professional manner and who exercise their judgement free from any undue influence or bias. Accordingly, a professional valuer is expected to comply with the following ethical principles:*

- ø **Integrity:** to be straightforward and honest in professional and business relationships.
- ø **Objectivity:** not to allow conflict of interest, or undue influence or bias to override professional or business judgement.





- ◊ **Competence:** to maintain the professional knowledge and skill required to ensure that a client or employer receives a service that is based on current developments in practice, legislation, and valuation techniques.
- ◊ **Confidentiality:** to respect the confidentiality of information acquired as a result of professional and business relationships and not to disclose such information to third parties without proper and specific authority (unless there is a legal or professional right or duty to disclose), nor to use information for the personal advantage of the professional valuer or third parties.
- ◊ **Professional behaviour:** to act diligently and to produce work in a timely manner in accordance with applicable legal requirements, technical and professional standards. To always act in the public interest and to avoid any action that discredits the profession."

#### 1.4 Natura e finalità dell'incarico

Di seguito si dettagliano i profili rilevanti della valutazione:

- **Oggetto di stima**

Oggetto di stima è il valore dell'intero patrimonio dell'Azienda Multiservizi Rovereto. Ciò significa che:

- a) l'unità di valutazione è rappresentata dall'intera azienda e non dai singoli titoli che compongono il capitale;
- b) la prospettiva che si assume nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il controllo integrale della società AMR e non invece con quella di un ipotetico azionista di minoranza.

- **Data di riferimento della valutazione**

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2018.

- **Configurazione di valore (basis of value)**

La configurazione di valore è definita dall'articolo 2465 del codice civile. Al riguardo è utile considerare il dettato del primo comma che recita



*"Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un revisore legale o di una società di revisione legali iscritti nell'apposito registro. La relazione, che deve contenere la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo, deve essere allegata all'atto costitutivo".*

Dal dettato dell'articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è il valore di perizia, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal valore di mercato (ovvero il *market value*) dei beni oggetto di valutazione considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero *stand alone*).

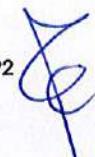
- Principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento

I principi e criteri generalmente riconosciuti sono rappresentati *in primis* dai principi di valutazione internazionali (IVS-*International Valuation Standards*, edizione 2013) i quali definiscono il valore di mercato (*market value*) come segue:

*"29. Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.*

*30. The definition of market value shall be applied in accordance with the following conceptual framework:*

*(a) "the estimated amount" refers to a price expressed in terms of money payable for the asset in an arm's length market transaction. Market value is the most probable price reasonably obtainable in the market on the valuation date in keeping with the market value definition. It is the best price reasonably obtainable by the seller and the most advantageous price reasonably obtainable by the buyer. This estimate specifically excludes an estimated price inflated or deflated by special terms or circumstances such as atypical financing, sale and leaseback arrangements, special considerations or concessions granted by anyone associated with the sale, or any*





00022886 00007008 WD9R4001  
00105198 28/06/2019 09:54:44  
4578-00088 468941544805E3F  
IDENTIFICATIVO : 01190516732802

0 1 19 051673 280 2

element of special value;

- (b) "an asset should exchange" refers to the fact that the value of an asset is an estimated amount rather than a predetermined amount or actual sale price. It is the price in a transaction that meets all the elements of the market value definition at the valuation date;
- (c) "on the valuation date" requires that the value is time-specific as of a given date. Because markets and market conditions may change, the estimated value may be incorrect or inappropriate at another time. The valuation amount will reflect the market state and circumstances as at the effective valuation date, not those at any other date.
- (d) "between a willing buyer" refers to one who is motivated, but not compelled to buy. This buyer is neither over eager nor determined to buy at any price. This buyer is also one who purchases in accordance with the realities of the current market and with current market expectations, rather than in relation to an imaginary or hypothetical market that cannot be demonstrated or anticipated to exist. The assumed buyer would not pay a higher price than the market requires. The present owner is included among those who constitute "the market";
- (e) "and a willing seller" is neither an over eager nor a forced seller prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable in the current market. The willing seller is motivated to sell the asset at market terms for the best price attainable in the open market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual owner are not a part of this consideration because the willing seller is a hypothetical owner;
- (f) "in an arm's length transaction" is one between parties who do not have a particular or special relationship, eg parent and subsidiary companies or landlord and tenant, that may make the price level uncharacteristic of the market or inflated because of an element of special value. The market value transaction is presumed to be between unrelated parties, each acting independently;
- (g) "after proper marketing" means that the asset would be exposed to the market in the most appropriate manner to effect its disposal at the best price reasonably obtainable in accordance with the market value definition. The method of sale is



*deemed to be that most appropriate to obtain the best price in the market to which the seller has access. The length of exposure time is not a fixed period but will vary according to the type of asset and market conditions. The only criterion is that there must have been sufficient time to allow the asset to be brought to the attention of an adequate number of market participants. The exposure period occurs prior to the valuation date;*

- (h) "where the parties had each acted knowledgeably, prudently" presumes that both the willing buyer and the willing seller are reasonably informed about the nature and characteristics of the asset, its actual and potential uses and the state of the market as of the valuation date. Each is further presumed to use that knowledge prudently to seek the price that is most favourable for their respective positions in the transaction. Prudence is assessed by referring to the state of the market at the valuation date, not with benefit of hindsight at some later date. For example, it is not necessarily imprudent for a seller to sell assets in a market with falling prices at a price that is lower than previous market levels. In such cases, as is true for other exchanges in markets with changing prices, the prudent buyer or seller will act in accordance with the best market information available at the time;*
- (i) "and without compulsion" establishes that each party is motivated to undertake the transaction, but neither is forced or unduly coerced to complete it.*

31. *The concept of market value presumes a price negotiated in an open and competitive market where the participants are acting freely. The market for an asset could be an international market or a local market. The market could consist of numerous buyers and sellers, or could be one characterized by a limited number of market participants. The market in which the asset is exposed for sale is the one in which the asset being exchanged is normally exchanged (see paras 15 to 19 above).*

32. *The market value of an asset will reflect its highest and best use. The highest and best use is the use of an asset that maximizes its potential and that is possible, legally permissible and financially feasible. The highest and best use may be for continuation of an asset's existing use or for some alternative use. This is determined by the use that a market participant would have in mind for the asset when formulating the price that it would be willing to bid.*





33. *The highest and best use of an asset valued on a stand-alone basis may be different from its highest and best use as part of a group, when its contribution to the overall value of the group must be considered.*

34. *The determination of the highest and best use involves consideration of the following:*

1. *to establish whether a use is possible, regard will be had to what would be considered reasonable by market participants,*
2. *to reflect the requirement to be legally permissible, any legal restrictions on the use of the asset, eg zoning designations, need to be taken into account,*
3. *the requirement that the use be financially feasible takes into account whether an alternative use that is physically possible and legally permissible will generate sufficient return to a typical market participant, after taking into account the costs of conversion to that use, over and above the return on the existing use."*

- **Scopo della stima**

Scopo della stima è impedire che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società trasformata risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata al generale principio di prudenza.

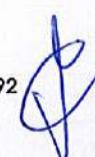
- **Prospettiva di valutazione**

La prospettiva di valutazione è quella dell'azienda in funzionamento e *stand alone* ed esclude pertanto le sinergie specifiche realizzabili da AMR una volta trasformata.

## 1.5 Base Informativa utilizzata

La Base Informativa è stata strutturata con l'intento di prendere in considerazione il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore di mercato dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

I dati risultano da diverse tipologie di analisi:





- Bilanci analitici degli esercizi 2015, 2016, 2017 e 2018
- Documenti contabili ed extracontabili inerenti poste contabili valorizzate nel bilancio al 31 dicembre 2018
- Modello organizzativo 231
- Visura storica
- Statuto AMR
- Bilancio di previsione e piano investimenti 2017-2019
- Bilancio di previsione investimenti 2018-2020
- Carta dei servizi AMR
- Carta dei servizi farmacie (in sinergia con Farmacie Comunali di Trento)
- Studio as-is di Ernst&Young
- Estratto dei registri immobiliari
- Elenco parcheggi in gestione a AMR
- Elenco strutture in affidamento
- Centrale Rischi
- Analisi dei Mercati Finanziari, con riferimento a banche dati per i valori Beta, rendimenti di portafoglio, tassi *risk free*, misure storiche e prospettiche per l'ERP
- Analisi di informazioni patrimoniali relative a società italiane che per attività (così come risultanti dai codici ATECO dichiarati dall'azienda), dimensione e localizzazione risultano comparabili con AMR
- Report relativi ai mercati di riferimento in cui opera l'azienda, in particolare il report "La Farmacia Italiana 2017" redatto da Federfarma
- Delibere amministrazione comunale di Rovereto in tema di trasformazione di AMR
- Bilanci di realtà societarie comparabili con AMR





L'indagine è stata condotta utilizzando dati e informazioni contabili ed extra-contabili messe a disposizione dalla Direzione della Società, nonché reperiti attingendo a specifiche banche dati, man mano citate e documentate.

Lo scrivente ha reperito tutte le informazioni ritenute utili ed opportune al fine di acquisire la base informativa necessaria per la predisposizione della presente perizia.

In particolare:

- o ha condiviso con la Direzione Generale del Comune di Rovereto nella persona del dottor Mauro Amadori e congiuntamente con l'avvocato Gianluca Riolfo, incaricato dall'amministrazione comunale di predisporre il contratto sociale della costituenda società, le informazioni e le aspettative che l'amministrazione comunale di Rovereto, socio unico dell'azienda ed i suoi rappresentanti negli organi elettivi si attendono dall'operazione di trasformazione, soprattutto in termini di governance; in merito, si rileva che al momento della redazione della presente perizia risulta ancora aperto il dibattito sull'opportunità di costituire una società "in house" ovvero aperta al mercato
- o ha acquisito attraverso più incontri con la Direzione Generale e il Presidente di AMR le informazioni in merito alla consistenza, all'attività, alle possibili criticità dell'azienda, acquisendo tutta la documentazione informativa relativa all'azienda
- o ha acquisito una idonea conoscenza del settore di attività in cui opera l'azienda, attraverso l'analisi di report, ricerche e l'acquisizione di informazioni e dei bilanci di soggetti esercenti attività comparabili a quella svolta da AMR, in particolare considerando la localizzazione, il fatturato, le attività effettivamente svolte da società comparabili
- o ha rielaborato ed esaminato tutta la documentazione acquisita al fine di pervenire alla necessaria conoscenza della realtà oggetto della valutazione ed è stato predisposto, avvalendosi di banche dati specialistiche, un report che consenta di confrontare i principali indicatori economico patrimoniali e finanziari di AMR con quelli di realtà comparabili.



## 1.6 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il **31 dicembre 2018**.

## 1.7 Cenni sui criteri di valutazione

La teoria economico-aziendale ha configurato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore attribuibile al patrimonio aziendale. Le tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si connettono alle ipotesi assunte per la loro determinazione. Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione tipica, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento.

La configurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori di bilancio fornisce la nozione di capitale di bilancio o di funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto di bilancio che, a sua volta, può essere suddiviso nelle parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuiti al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, bensì sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri ricavi di realizzo ed i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale. Il capitale di liquidazione può essere inteso come un aggregato di valori determinato configurando la liquidazione per stralcio, cioè vendendo ogni singola attività ed estinguendo tutte le passività dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione, operazione che può assumere varie forme tra le quali sono da annoverare anche i conferimenti. La sua determinazione è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, di quello derivabile dalle future correnti di reddito che la gestione è in grado di generare e dal valore rappresentato dal tasso atteso di remunerazione previsto per





il capitale investito. Il valore del patrimonio d'impresa, in ipotesi di cessione, è inteso dalla teoria economico-aziendale come un valore unico ed è denominato capitale economico.

In questa sede, pertanto, per valore generale del capitale economico di un'impresa si intende il valore di riferimento in base al quale la stessa può essere negoziata tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Il valore generale non riflette considerazioni di natura soggettiva legate al venditore o al potenziale acquirente (sinergie, integrazioni, etc.), né apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono ~~successivamente~~ nella determinazione del prezzo finale.

#### *La valutazione del capitale economico*

Per procedere alla valutazione del capitale economico è necessario innanzitutto verificare se la società oggetto di valutazione sia in grado di continuare l'attività di gestione come un istituto economicamente autonomo. In altri termini, occorre considerare se l'azienda oggetto di valutazione sia dotata di sufficiente economicità, sia cioè in grado, per un periodo non breve, di conseguire ricavi sistematicamente superiori ai costi, in guisa tale da conseguire una congrua remunerazione del capitale proprio investito nell'impresa. Se così non fosse, si dovrebbe procedere al calcolo di un avviamento negativo oppure, dopo aver constatato l'impossibilità di risanare l'impresa, assumere l'ipotesi di liquidazione per stralcio e conseguentemente adottare i criteri di valutazione che presiedono al calcolo del capitale di liquidazione. L'apprezzamento dell'economicità presunta della società ne condiziona la valutazione.

Dal confronto con l'economicità di imprese esistenti, con combinazioni produttive similari, operanti nel medesimo settore, possono emergere situazioni che fanno ritenere il grado di economicità dell'azienda da valutare superiore, uguale o inferiore rispetto ad un andamento medio di settore con riferimento a un'ipotetica azienda che operi con un capitale equivalente a quella da valutare.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative oppure complementari, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere





indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale e quello reddituale.

Le metodologie utilizzabili si riconducono sia a teorie di specie redditualistiche e patrimonialistiche sia a quelle che considerano gli aspetti finanziari della gestione. Si applica un metodo misto, nel quale si tende a contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Tra i metodi misti, quello della media semplice tra una valutazione redditualistica e una analitico-patrimonialistica è il più elementare, mentre quello proposto dall'Uec mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore. Tra i metodi misti si può annoverare anche quello che la teoria suole denominare "metodo patrimoniale complesso". Esso aggiunge alla valutazione delle immobilizzazioni materiali quella delle immobilizzazioni immateriali. Le valutazioni delle immobilizzazioni immateriali sono sempre orientate alle correnti di reddito atteso che si reputa sia in grado di produrre l'azienda. Quindi la valutazione delle immobilizzazioni immateriali introduce aspetti redditualistici nella determinazione del risultato economico. In alcuni casi inoltre le immobilizzazioni immateriali sono intese come parti ideali del valore di avviamento la cui determinazione non può che essere orientata a criteri che si rifanno ad una logica di natura reddituale.

L'applicazione di metodi che privilegiano l'aspetto finanziario della gestione conduce a configurare il valore dell'azienda come valore attuale, determinato con un tasso reputato congruo dei flussi monetari attesi.

Lo scrivente ha effettuato numerose ricognizioni ed analisi sui vari metodi utilizzabili per la valutazione di AMR esaminando in sostanza tutti i metodi di cui in premessa è stata data evidenza metodologica e pertanto

- metodi patrimoniali
- metodi reddituali





- metodi misti patrimoniali e reddituali
- metodi basati sui flussi
- metodi basati sui multipli



Si ritiene di non utilizzare, per le motivazioni di seguito esposte, i metodi di natura reddituale e quelli basati sui flussi.

Per quanto riguarda i metodi reddituali, basati pertanto sull'attualizzazione dei flussi di reddito, storicamente la redditività aziendale risulta marginale rispetto al capitale investito, costituito prevalentemente da assett immobiliari, e ciò è palesato da ROE costantemente ridotti ed inferiori al *benchmark* di società similari esaminato.

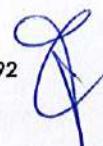
Inoltre, il risultato aziendale è pesantemente influenzato da importanti investimenti che AMR compie con sistematicità per migliorare le strutture in cui opera, con il fine ultimo di incrementare la qualità del servizio offerto agli utenti finali.

In questo contesto, un ruolo importante è svolto anche dalla circostanza che una rilevante parte del fatturato è determinata da fattori esogeni all'azienda (si pensi ai corrispettivi percepiti dal SSN per le farmacie o alle tariffe orarie per fruire degli stalli di sosta stabiliti dall'amministrazione comunale) e per un'altra quota significativa sono pressoché determinati a mera copertura dei costi diretti.

Per quanto riguarda i metodi basati sui flussi, anch'essi risultano pesantemente influenzati dagli importanti CAPEX che l'azienda effettua in maniera sistematica e che sono finanziati attraverso il capitale circolante, che risulta sempre esuberante rispetto alle esigenze aziendali.

In base alla documentazione disponibile alla data di redazione della presente perizia, con riferimento al piano previsionale 2018 – 2020, si rileva che sono stati programmati per il 2018 investimenti per circa euro 800k (effettivamente realizzati per circa 500k) e investimenti assai limitati negli esercizi successivi.

Inoltre, per i motivi già esposti in altra parte del presente elaborato, non è possibile effettuare previsioni certe sui flussi rinvenibili dalla gestione.





In conclusione, tenuto conto di questi fattori si utilizzerà

- il metodo misto patrimoniale reddituale quale parametro di riferimento
- il metodo patrimoniale puro e quello dei multipli quali parametri di raffronto.

Nella ponderazione, verrà conferito peso prevalente al metodo principale mentre agli altri due metodi verranno assegnate percentuali ridotte.





## LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO

### 2.1 Cenni storici sulla società ed evoluzione

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA SOCIETA'	
 <b>Azienda Multiservizi Rovereto</b>	
Ragione sociale:	Azienda Multiservizi Rovereto
Forma giuridica:	azienda speciale ex D.P.Reg. 1 febbraio 2005, n. 3/L
Data costituzione:	24 marzo 1999
Codice fiscale:	0164850226
Numero REA:	TN - 166738
Governance:	Consiglio di Amministrazione
Date rinnovo cariche:	2020 (scadenza mandato del Consiglio Comunale)
Altre caratteristiche statutarie:	Ente pubblico economico
Società partecipate	Partecipazione 1,20% del capitale sociale di Unifarm S.p.A. Partecipazione 6,12% del capitale sociale di Car Sharing Trentino soc. coop.
Sedi:	Sede legale: Via Pasqui, 10 – Rovereto UL 1: Via Paoli, 19 – Rovereto UL 2: Via Benacense, 43 – Rovereto UL 3 :Viale Trento, 33/2 – Rovereto

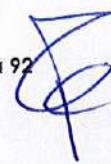




	<p>UL 5: Via C. Cavalieri, 4/A – Isera</p> <p>UL 6: Via Manzoni,5 – Rovereto</p> <p>UL 7: Viale dei Colli, SNC – Rovereto</p> <p>UL 8: Via del Garda, 103 - Rovereto</p>
Codice Ateco:	<p>47.73/47.74 gestione di farmacie e commercio al dettaglio di articoli medicali ed ortopedici</p> <p>52.21 gestione di parcheggi ed autorimesse</p> <p>93.11 gestione di impianti per eventi sportivi all'aperto o al coperto</p> <p>93.13 gestione di palestre</p> <p>96.03 servizi di pompe funebri e attività connesse</p>
Prodotti/servizi:	<p>Vendita di prodotti farmaceutici e prestazione dei connessi servizi assistenziali all'utenza.</p> <p>Gestione della sosta a pagamento su stalli a raso e in parcheggi di struttura e riscossione dei proventi derivanti.</p> <p>Custodia e gestione delle strutture sportive e culturali affidati.</p> <p>Custodia e manutenzione delle aree cimiteriali.</p> <p>Progetto straordinario di sostegno all'occupazione.</p>
Territorio operativo:	Rovereto, Isera, Mori, Brentonico

AMR conosce i propri prodromi con la fondazione nell'anno 1968 dell'Azienda Farmaceutica Municipalizzata, che assume la gestione del circuito delle farmacie comunali presenti nel Comune di Rovereto.

Nel 1999 con delibera del Consiglio comunale di Rovereto n. 98 d.d. 4.12.1998 viene costituita l'attuale Azienda Multiservizi Rovereto (AMR in sigla), la quale subentra a quest'ultima





nel ruolo di soggetto incaricato della gestione delle farmacie del capoluogo della Comunità della Vallagarina e che vede in seguito ampliate le proprie competenze nel 2004 con l'affidamento del servizio di gestione della sosta a pagamento in superficie ed in struttura nel medesimo ambito territoriale.

La particolare configurazione giuridica prescelta per la neocostituita è quella di Azienda Speciale, ente economico di diritto pubblico privo di scopo di lucro, sebbene dotato di personalità giuridica, che si pone quale organo strumentale dell'ente locale cui fa territorialmente riferimento per lo svolgimento di attività strumentale al pubblico interesse ma avente sostanziale natura di attività d'impresa, così come normato dall'art. 23 della L. 142/1990 prima e dal D. Lgs. 267/2000 poi.

Nello specifico, il comma primo dell'art. 114 del Tuel definisce l'azienda speciale come *"ente strumentale dell'ente locale dotato di personalità giuridica, di autonomia imprenditoriale e di proprio statuto, approvato dal consiglio comunale o provinciale"*.

Le caratteristiche principali di questo modello di strumento gestionale di pubblici servizi sono da rinvenirsi nella personalità giuridica e nell'autonomia imprenditoriale, e la qualificazione dell'azienda speciale quale ente strumentale dell'ente locale rivela l'esistenza di un collegamento inscindibile tra l'azienda e l'ente locale stesso, oltre ad un nesso causale di strumentalità il quale fa sì che l'ente, attraverso l'azienda, possa realizzare un particolare modello di gestione dei servizi offerti alla propria collettività di riferimento.

L'ente locale realizza quindi attraverso l'azienda, dotata di personalità giuridica propria e soggetto diverso dall'ente medesimo, la gestione di un servizio pubblico, conservandone nel contempo il processo di "governance" politica nell'erogazione dello stesso, poiché permangono di competenza dell'organo politico dell'ente locale la determinazione degli obiettivi, nonché la vigilanza sul corretto e puntuale perseguitamento dei medesimi.

Tale stretto rapporto tra i due enti vede estrinsecazione soprattutto nella previsione dell'istituzione ed approvazione dello statuto dell'azienda da parte dell'ente locale, il quale stabilisce anche modalità di nomina e di revoca degli organi della stessa (consiglio di amministrazione, presidente e direttore).





Elemento che invece rivela un certo grado di autonomia che il legislatore ha inteso garantire all'operatività dell'azienda è costituito dall'attribuzione dell'autonomia imprenditoriale quale elemento caratteristico del modello aziendale; in tal senso, infatti, la stessa si caratterizza come un'impresa alla quale si applica *tout court*, fatte salve debite eccezioni (quali ad es. quanto si vedrà *infra* in materia del cd. obbligo di pareggio di bilancio), la disciplina del codice civile.

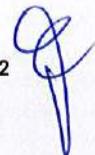
La gestione dell'azienda deve inoltre essere improntata a criteri di efficacia, efficienza ed economicità, con obbligo di perseguire il pareggio del bilancio attraverso l'equilibrio di costi e ricavi: l'art. 114 del Tuel stabilisce altresì che l'ente locale conferisca il capitale di dotazione, determina le finalità e gli indirizzi, approva gli atti fondamentali, esercita la vigilanza, verifica i risultati della gestione e provvede alla copertura dei costi sociali.

La stessa disposizione, prosegue elencando gli atti fondamentali che l'azienda deve sottoporre all'approvazione del consiglio dell'ente locale:

- il piano-programma comprendente un contratto di servizio che disciplini i rapporti tra l'ente locale e l'azienda speciale;
- il budget economico di previsione pluriennale (almeno triennale);
- il bilancio di esercizio;
- il piano degli indicatori di bilancio.

Dalla breve disamina che precede, emerge dunque quanto intenso sia il legame tra l'ente locale e l'azienda, che costituisce strumento per l'esercizio di particolari servizi, quali ad esempio quelli di natura socio-educativa, in grado di mantenere la caratteristica di una gestione fondamentalmente pubblica, sebbene improntata a criteri privatistici di efficacia ed efficienza, tuttavia legata all'indirizzo politico-amministrativo della compagine politica locale.

Sulla scorta di queste considerazioni, nel 2005 il portafoglio di attribuzioni di AMR si incrementa ulteriormente con l'assegnazione della gestione delle strutture sportive e culturali (quali teatri ed auditorium) di proprietà o in utilizzo al Comune, nonché della custodia e manutenzione delle aree cimiteriali.





Infine, nel 2015 diviene ente gestore del progetto straordinario approvato dall'amministrazione comunale roveretana per il sostegno all'occupazione avente finalità di contrasto a condizioni di vulnerabilità sociale, economica e lavorativa attraverso il coinvolgimento di persone in condizione di bisogno socio-lavorativo.

Nell'analisi dei diversi elementi caratterizzanti le aziende speciali in genere non va tuttavia sotaciuto il ricorso improprio (se non addirittura l'abuso) a tale forma giuridica a cui si è assistito nel corso del recente passato ed in tal senso va letta la novella recata dalla L. 27/2012 di conversione del D.L. 1/2012 che ha portato all'introduzione del comma 5 bis all'art. 114 Tuel, in virtù del quale *"A decorrere dall'anno 2013, le aziende speciali e le istituzioni sono assoggettate al patto di stabilità interno secondo le modalità definite con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con i Ministri dell'interno e per gli affari regionali, il turismo e lo sport, sentita la Conferenza Stato-Città ed autonomie locali, da emanare entro il 30 ottobre 2012. A tal fine, le aziende speciali e le istituzioni si iscrivono e depositano i propri bilanci al registro delle imprese o nel repertorio delle notizie economico-amministrative della camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura del proprio territorio entro il 31 maggio di ciascun anno. L'Unioncamere trasmette al Ministero dell'economia e delle finanze, entro il 30 giugno, l'elenco delle predette aziende speciali e istituzioni ed i relativi dati di bilancio. Alle aziende speciali ed alle istituzioni si applicano le disposizioni del codice di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, nonché le disposizioni che stabiliscono, a carico degli enti locali: divieto o limitazioni alle assunzioni di personale; contenimento degli oneri contrattuali e delle altre voci di natura retributiva o indennitaria e per consulenza anche degli amministratori; obblighi e limiti alla partecipazione societaria degli enti locali. Gli enti locali vigilano sull'osservanza del presente comma da parte dei soggetti indicati ai periodi precedenti. Sono escluse dall'applicazione delle disposizioni del presente comma aziende speciali e istituzioni che gestiscono servizi socio-assistenziali ed educativi, culturali e farmacie".*

Traspare in tutta evidenza nell'integrazione normativa la volontà del legislatore del 2012 di giungere al contenimento dell'impatto generato sulla spesa pubblica dalla creazione di queste nuove fattispecie gestionali, utilizzate a vario titolo per la prosecuzione nell'erogazione di servizi di natura pubblica, la cui gestione diretta da parte degli enti locali e quindi la stessa





sopravvivenza era divenuta difficoltosa a causa del progressivo inasprimento degli interventi sulla spesa pubblica, con particolare riferimento alla spesa per personale.

Se da un lato va riconosciuta all'azienda speciale la capacità di coniugare la riduzione dei maggiori costi diretti ed indiretti generati dalla gestione di matrice esclusivamente pubblicistica, utilizzando strumenti delle prassi gestionali privatistiche, certo in grado di contribuire ad uno snellimento delle procedure e di portare, in conseguenza, ad un auspicabile graduale risparmio di risorse, va tuttavia rilevata nella sostanziale delega esercitata dall'ente all'atto del conferimento di funzioni proprie ad un soggetto esterno di matrice privatistica operata tramite conferimento ad azienda speciale la presenza dei vincoli cui sono sottoposti gli enti locali in tema di rispetto delle regole del patto di stabilità e di contenimento della spesa di personale, con l'applicazione di tale disposizione derogatoria per istituzioni ed aziende speciali esercitanti solo talune tipologie di servizi.

La natura derogatoria dell'ultimo inciso, infatti, è diretta solo a particolari tipologie di servizi rivolti alla persona, la cui elencazione è da ritenersi tassativa e non suscettibile di estensione, e concerne i soli servizi socio-assistenziali, educativi, culturali e farmacie, esonerati per previsione normativa dall'applicazione delle regole del patto di stabilità e da tutte le limitazioni già in essere per gli enti locali soprattutto in tema di spesa del personale; a tutte le altre tipologie di azienda speciale ed istituzione, si applicano invece dal 2013 tali limitazioni di spesa, oltre alle regole del patto di stabilità, con conseguenti difficoltà nella futura sopravvivenza di tali soggetti.

Invero, siffatta tendenza di progressiva restrizione nell'uso di queste forme gestionali aveva già avuto avvio con l'entrata in vigore della L. 111/2011 di conversione del D.L. 98/2011, che all'art. 20 disponeva che nel computo della percentuale di incidenza delle spese di personale sulle spese correnti degli enti locali, finalizzata a quantificare la capacità assunzionale in termini di turnover del personale negli enti stessi, entrassero anche le spese sostenute dalle società a partecipazione pubblica totale locale o di controllo che sono titolari di affidamento diretto di servizi pubblici locali senza gara, ovvero che svolgono funzioni volte a soddisfare esigenze di interesse generale aventi carattere non industriale, né commerciale, ovvero che svolgono attività nei confronti della pubblica amministrazione a supporto di funzioni amministrative di natura pubblicistica, escludendo le sole società quotate su mercati regolamentari.





Fin da questa previsione normativa era quindi possibile percepire l'intento del legislatore di riportare l'azienda controllata nell'alveo della disciplina dell'ente controllante, in un'ottica di graduale contenimento della spesa pubblica ad ampio raggio, fatte salve le eccezioni non soggette ad estensione di *"servizi socio-assistenziali ed educativi, culturali e farmacie"*.

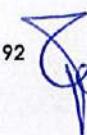
E' appena il caso di osservare che la Corte dei Conti ha successivamente confermato il venir meno dei vincoli relativi ad assunzioni e limitazioni in materia di personale (previsti dalle norme applicabili al Comune con il patto di stabilità) per le sole aziende speciali e istituzioni che gestiscono servizi socio-assistenziali, educativi, culturali e farmacie, in conformità al disposto di cui al comma 5 bis all'art. 114 del Tuel, tenendo quindi distinti i vincoli gravanti sull'ente proprietario o ente controllante nelle residue materie, che resterebbero di conseguenza non derogate dalla norma in parola.

Questo panorama normativo, volto a garantire il rispetto del contenimento della spesa da parte degli enti locali e ad introdurre misure di razionalizzazione delle società pubbliche, ha nondimeno contribuito a segnare ulteriormente il credito di cui queste godevano presso la pubblica opinione, fenomeno che si mantiene a tutt'oggi ammantato da un particolare disfavore che, già inaugurato da discipline previgenti, è destinato a perdurare nell'attuale contesto legislativo (si pensi al D. Lgs. 175/2015, testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, che, al fine di perseguire obiettivi quali l'efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, la tutela e promozione della concorrenza e del mercato nonché la razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica – obiettivi richiamati nell'art. 1, D.Lgs. n. 175/2016 - ha imposto limiti alla costituzione delle società pubbliche nell'ottica della razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche già esistenti).



**Legale rappresentanza**

Tutte le cariche sono di nomina pubblica e di competenza del Comune di Rovereto.

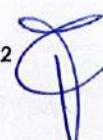




L'azienda è retta, come previsto dall'art. 7 dello Statuto aziendale, da un Consiglio di Amministrazione composto da tre membri con incarico avente durata sino alla scadenza del mandato del Consiglio Comunale eletto, il quale è investito dei più ampi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria; al Presidente del Consiglio d'Amministrazione è conferita la rappresentanza legale dell'azienda. Nella sua attuale struttura, il Consiglio d'Amministrazione è stato nominato, a seguito di apposito bando per la presentazione delle candidature, con decreto sindacale n. 2 di data 2 febbraio 2016.

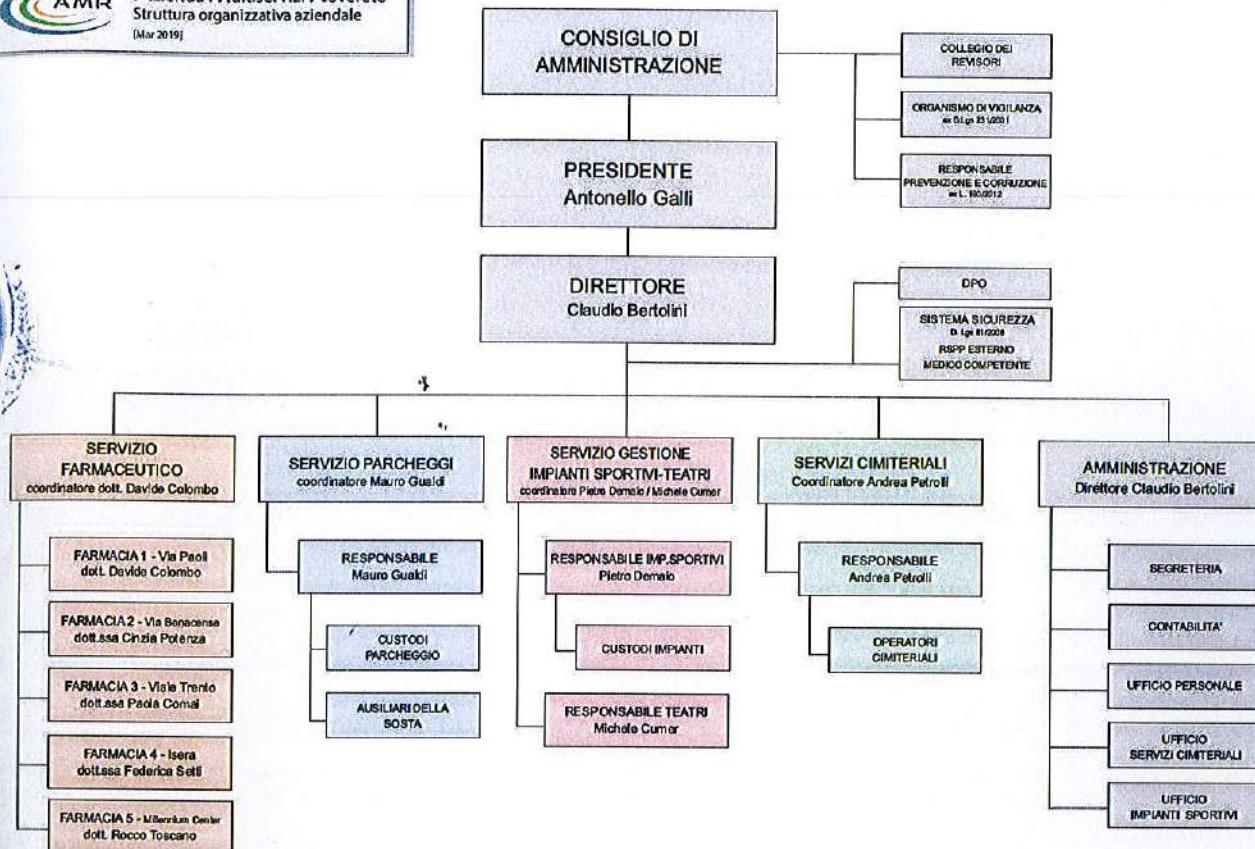
Consiglio di Amministrazione	Struttura amministrativa	Collegio dei revisori
<b>Antonello GALLI</b> Presidente	<b>Claudio BERTOLINI</b> Direttore	<b>Corrado RAVAGNI</b> Presidente
<b>Elisabetta SILVINO</b> Vice Presidente		<b>Alessandro BATTOCCHI</b> Revisore
<b>Federico MASERA</b> Consigliere	<b>Davide COLOMBO</b>  Coordinatore servizio farmaceutico <b>Mauro GUALDI</b>  Coordinatore servizio parcheggi	<b>Marisa MICOL</b> Revisore
	<b>Pietro</b> <b>DEMAIO/Michele</b> <b>CUMER</b>  Coordinatore gestione imp. sportivi/culturali <b>Andrea PETROLI</b>  Coordinatore servizi cimiteriali	

Di seguito si riporta l'organigramma dell'azienda.





PTCP - ALL.02



La sede legale ed operativa dell'azienda è ubicata in Rovereto alla Via Pasqui 10 in immobile di proprietà, sito presso la p.ed. 2817 C.C. di Rovereto.

Il patrimonio contabile ammonta odiernamente ad € 4.957.829,00, non suddiviso in azioni o partecipazioni.

AMR possiede una partecipazione nel capitale di Unifarm S.p.A. (pari al 1,20% del capitale sociale della partecipata) e di Car Sharing Trentino soc. coop., entrambe strategicamente funzionali ai settori di attività implementati.

Tali partecipazioni, classificate tra le immobilizzazioni finanziarie in quanto destinate a permanere durevolmente nel portafoglio della società, sono entrambe rilevate in bilancio al valore del costo d'acquisto, pari rispettivamente ad € 102.990 e ad € 5.000, valore che non eccede quello corrispondente alla relativa quota di patrimonio netto delle società partecipate.



## Organo di controllo

Il Collegio Sindacale, organo deputato alla vigilanza sulla regolarità contabile e della gestione economico-finanziaria, è composto da tre membri effettivi e due supplenti, in carica fino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2020.

Nominato con deliberazione consiliare n. 5 di data 10 febbraio 2016, assume la sua attuale configurazione, a seguito delle dimissioni rassegnate in data 21 novembre 2016 da uno dei suoi componenti, con la deliberazione consiliare n. 13 di data 14 marzo 2017.

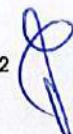
Allo stesso organo è affidata altresì la revisione legale dei conti.

## Gestione contabile

La Società è in regime naturale di contabilità ordinaria.

Nella predisposizione dei propri strumenti gestionali, l'organo amministrativo è tenuto al rispetto delle previsioni di cui al protocollo d'intesa siglato in data 20.09.2012 tra il Presidente della Provincia Autonoma di Trento, l'Assessore al personale, all'urbanistica ed agli enti locali e il Presidente del Consiglio delle Autonomie locali finalizzato all'individuazione di misure di contenimento delle spese sostenute dalle società controllate dagli enti locali in attuazione dell'art. 8, comma 3, lett. e), della L.P. 27/2010, documento nel quale viene condiviso il principio in virtù del quale anche le società pubbliche sono tenute a concorrere all'obiettivo generale di risanamento della finanza pubblica locale.

In ragione di tale protocollo, agli enti locali che, in qualità di soci controllano in via diretta, singolarmente o associati ad altri enti locali, società di capitali, con l'esclusione di quelle quotate in borsa e di quelle partecipate per la maggioranza del capitale dalla Provincia Autonoma di Trento, viene imposto di adottare idonee misure nei confronti di tali società finalizzate al contenimento della spese indicate nel Protocollo, oltre ad altri accorgimenti ritenuti opportuni dagli stessi enti locali per garantire una loro equilibrata gestione (*ex multis*, spese per incarichi di studio, ricerca e consulenza; limitazioni ai compensi erogati al personale dirigenziale ed ai componenti dei consigli di amministrazione; assunzione di personale nel limite delle unità di personale a tempo indeterminato precedentemente cessato).





Altro vincolo entro il quale è "costretta" l'attività svolta dall'organo amministrativo nell'elaborazione dei propri strumenti di programmazione è rappresentato dalle linee di indirizzo espresse dal Consiglio Comunale con deliberazione n. 27 di data 14 giugno 2016, atto nel quale vengono declinati gli indirizzi strategici e gestionali di AMR, in aderenza al disposto di cui al comma 553 dell'art. 1 della L. 147/2013. Oltre all'invito ad una riorganizzazione aziendale anche nell'ottica di un futuro ampliamento dell'offerta di servizi da parte della società, l'organo comunale pone alcuni obiettivi gestionali che impegnano la guida amministrativa di AMR.

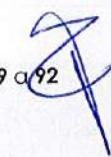
In particolare, nel documento programmatico, oltre alla riaffermazione del rispetto dei contenuti del protocollo d'intesa di data 20.09.2012 in materia di conferimento di incarichi esterni di studio e consulenza ed in materia di *recruiting*, viene altresì richiesto il tendenziale pareggio economico finanziario non già della sola struttura complessiva bensì di ogni area di attività in cui è articolata l'azienda, con esplicito divieto di ricorso all'indebitamento bancario se non previa autorizzazione da parte dell'amministrazione comunale a fronte di specifici obiettivi gestionali.

Nell'atto consiliare, inoltre, si preannuncia l'esigenza di procedere all'individuazione, congiuntamente con l'amministrazione cittadina, di ulteriori obiettivi di efficacia ed efficienza connessi alle differenti tipologie di attività facenti parte della gestione aziendale, definendo altresì i criteri di misurazione e monitoraggio per la verifica del conseguimento delle finalità predette.

La società si avvale per la consulenza fiscale e giuslavoristica dell'assistenza del dottor Giacomo Manzana.



#### ANDAMENTO DEL PERSONALE DIPENDENTE





L'evoluzione della struttura dei dipendenti della società nell'ultimo triennio, suddiviso per categorie, risulta dalla tabella seguente:

Categorie dipendenti	31/12/16	31/12/17	31/12/18
Dirigenti	1	1	1
Quadri	6	6	6
Impiegati	23	22	19
Operai	27	26	35
<b>Totale</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>61</b>

La società appare strutturata e organizzata, anche nelle proprie procedure interne, sotto la supervisione diretta di ogni attività da parte della direzione generale.

La società provvede con periodicità annuale alla predisposizione ed aggiornamento del bilancio previsionale triennale e del piano triennale degli investimenti che vengono sottoposti all'approvazione dell'Amministrazione Comunale.

La società ha ottemperato alle necessarie "misure organizzative e di funzionamento" atte ad evitare l'automatica estensione alla azienda delle responsabilità penali di cui al D.Lgs 8.6.01 n.231.

## 2.2 Le aree di business

Nel tempo l'attività di AMR si è sviluppata ed ampliata su diverse ASA, affiancando all'originaria attività di gestione delle farmacia, comunque evoluta con l'apertura di nuovi punti vendita, ulteriori attività complementari affidate dall'amministrazione comunale.

In estrema sintesi, le attività riconducibili ad AMR sono le seguenti:

### Farmacie





Si tratta dell'attività che storicamente e per prima è stata assegnata ad AMR fin dalla originaria costituzione come azienda farmaceutica. Attualmente questa prevede l'affidamento della gestione delle farmacie di cui è titolare il Comune di Rovereto e di tutte le attività connesse, oltre ad ulteriori servizi aventi carattere sinergico, di supporto o complementare, con conduzione diretta di 5 punti vendita destinati all'esercizio del servizio farmaceutico (di cui una sita nel Comune di Isera).

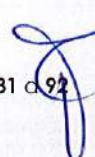
#### Servizio sosta e mobilità

AMR è affidataria del servizio pubblico locale di gestione della sosta a pagamento senza custodia di veicoli in superficie ed in struttura nel medesimo ambito territoriale, ivi compresa la riscossione delle tariffe orarie fissate dall'amministrazione comunale per la sosta a pagamento. La gestione integrata della sosta, che comprende la manutenzione ordinaria e straordinaria dei parcheggi in struttura, oltre al rilascio di abbonamenti annuali per residenti e lavoratori, comporta l'amministrazione di oltre 900 posti auto in struttura ed oltre 1.800 stalli di sosta in superficie. L'azienda cura inoltre, con proprio personale ed in collaborazione con il personale in dotazione al Comando di Polizia Locale, l'espletamento del servizio di prevenzione ed accertamento delle violazioni in materia di sosta limitatamente alle aree di sosta a pagamento.

#### Strutture sportive e culturali di proprietà comunale

Il contratto che disciplina tale ambito di attività comprende essenzialmente il servizio di custodia e pulizia delle strutture sportive e culturali di proprietà comunale o concesse in uso al Comune in orario extrascolastico (ivi compresa la vigilanza e la custodia degli impianti), nonché quello di guardiania e di supporto logistico in occasione degli eventi organizzati presso il teatro Riccardo Zandonai o presso altre strutture culturali di proprietà o affidate in gestione al Comune di Rovereto. Tra le attività svolte, anche l'organizzazione delle prenotazione degli impianti sportivi, sale circoscrizionali e palestre.

#### Servizi cimiteriali





Ad AMR è affidata la gestione dei 6 cimiteri dell'ambito comunale, con particolare riferimento all'esecuzione dei servizi di inumazione, esumazione e traslazione, compresa l'apertura, la chiusura e la vigilanza delle aree cimiteriali.

#### Progetto straordinario di sostegno all'occupazione

Dal 2015, infine, AMR è divenuta ente gestore del "Progetto straordinario per il sostegno all'occupazione", da ultimo oggetto di contratto di servizio con riferimento al triennio 2018-2020 ed avente finalità di favorire l'insorgimento lavorativo dei soggetti destinatari del progetto e di tal che fungere da strumento di contrasto a condizioni di vulnerabilità sociale ed economica. La selezione dei lavoratori impiegati nel progetto straordinario viene svolta in collaborazione con il servizio Politiche Sociali del Comune di Rovereto ed in accordo con il Centro per l'Impiego territorialmente competente.

Da un punto di vista pratico e di economicità della gestione, è di palmare evidenza che solo le attività di gestione farmacie e servizio sosta e mobilità sono suscettibili di valorizzazione economica in ragione dei seguenti fattori:

- sono le ASA dalle quali derivano la quasi totalità del valore prodotto e del margine economico che sostiene l'attività dell'azienda
- sono le attività alle quali è quasi esclusivamente riferibile il capitale investito
- per quanto concerne l'ASA farmacie si tratta di attività gestita in regime di libero mercato; ciò vale solo parzialmente anche per la gestione soste dove le tariffe risultano tuttavia imposte dall'amministrazione comunale
- le attività di gestione delle strutture sportive, di servizi cimiteriali e soprattutto il progetto straordinario di sostegno all'occupazione sono svolte sostanzialmente "al costo", con riconoscimento da parte dell'ente pubblico di un corrispettivo volto sostanzialmente alla copertura dei costi di gestione; in particolare per il progetto straordinario di sostegno all'occupazione dove il corrispettivo ricevuto è pari al costo diretto sostenuto.





Per le loro caratteristiche intrinseche, le attività diverse da quelle di farmacia e gestione della sosta non trovano modelli comparabili gestiti in regime di libero mercato:

- la gestione degli impianti sportivi è limitata a strutture marginali (in sostanza impianti siti in istituti scolastici gestiti a partire dal tardo pomeriggio o nei fine settimana, al di fuori degli orari scolastici curriculari)
- i servizi cimiteriali non contemplano il servizio di pompe funebri gestito con rare eccezioni (vedasi comune di Trento) in regime di libero mercato
- il progetto di sostegno all'occupazione esclude *ope legis* la possibilità di ottenere un margine economico e non può essere oggetto di trasferimento, vertendosi in progetto assegnato all'azienda in regime di concessione.

### 2.3 Il settore e il mercato delle farmacie

A partire dall'anno 2011, il "mondo farmacie" è stato interessato da molteplici restrizioni, tanto per la continua diminuzione dei prezzi dei farmaci determinata dall'AIFA, quanto per la revisione in diminuzione da parte delle ASL della remunerazione di presidi e compensi derivanti dalla distribuzione dei farmaci in base alla Legge 405/2001.

La normativa sui nuovi servizi in farmacia, varata con il D. Lgs. 153/2009, ha contestualmente delineato un nuovo modello di farmacia che, oltre al farmaco, assicura ai cittadini una serie di prestazioni aggiuntive nel campo dei test diagnostici di prima istanza, degli screening di prevenzione, della telemedicina, delle prestazioni per via telematica di visite ed esami, della telemedicina.

Si è quindi sviluppato un modello di farmacia in grado di erogare prestazioni ulteriori rispetto alla mera dispensazione del farmaco, quali la prenotazione di visite specialistiche ed esami, l'effettuazione di screening di prima istanza per la prevenzione di patologie dal forte impatto sociale, il monitoraggio dei pazienti cronici, l'assistenza domiciliare, la telemedicina, il servizio CUP pubblico in farmacia, le campagne di sensibilizzazione, prevenzione e screening realizzate da APSS, attività tutte che prevedono il coinvolgimento delle farmacie nelle attività di educazione sanitaria e che assumono un ruolo attivo delle stesse nella gestione delle cronicità e



nel supporto all'aderenza ai protocolli terapeutici, nell'informazione e nella formazione del paziente su conoscenza e corretto utilizzo dei medicinali nell'ottica di un modello di "farmacia dei servizi".

Preso atto di questa nuova declinazione di farmacia come struttura inserita in un sistema articolato di cui fanno parte altri operatori, integrata con le strutture sanitarie pubbliche ed operante in sinergia con gli altri operatori del territorio, va tuttavia tenuta in debita considerazione che questa è altresì un presidio sanitario che svolge (anche) un'attività di natura commerciale nell'ambito della quale tuttavia le funzioni sociali e sanitarie divengono prevalenti.

In tale contesto evolutivo, il Ddl concorrenza approvato con Legge 4 agosto 2017, n. 124, ha soppresso i requisiti soggettivi per la partecipazione alle società che gestiscono farmacie e che limitavano la possibilità di partecipazione alle persone fisiche, fissando il tetto per l'ingresso delle società di capitali indicato in non più del 20% delle farmacie esistenti nel territorio di una regione.

Il Ddl concorrenza, modificando la norma che consente solo a farmacisti di essere titolari di farmacia, ha permesso alle società di farmacisti di essere titolari di un massimo di 4 farmacie nella provincia in cui hanno la sede legale. Viene inoltre introdotta la possibilità per le società di capitali di essere titolari di farmacia, consentendo altresì la creazione di catene di farmacie, novità questa destinata ad avere un impatto non trascurabile sull'assetto del servizio farmaceutico.

Va sottolineato che il numero delle farmacie sul territorio continua ad aumentare, a seguito di concorsi straordinari ed a nuove aperture, con le Regioni che hanno inteso sfruttare la possibilità prevista dalla legge di aprire farmacie in zone disagiate e mal collegate, indipendentemente dal numero di abitanti (\*incremento delle farmacie dal 1975 al 2017 +42,90% a fronte di un aumento della popolazione dal 1975 al 2017 +8,6% con una conseguente densità di abitanti per farmacia che dal 1975 al 2017 è passato da 4.166 a 3.194 ab/farmacia - in Provincia di Trento 3.187 ab/farmacia \*fonte Federfarma "La farmacia italiana 2017"), ottenendo per tale via una maggiore capillarità del servizio erogato ma certo una maggiore tensione competitiva della farmacia.





Premessa la suddivisione dei farmaci in

- fascia A: farmaci prescrivibili a carico del SSN
- fascia C: farmaci non a carico del SSN con ricetta medica (ad es. antibiotici, cortisonici, anticoncezionali) o senza ricetta medica per patologie minori (SOP)
- fascia C-bis: farmaci non soggetti a prescrizione medica che possono essere oggetto di pubblicità al pubblico cd. di automedicazione (OTC)
- fascia H: farmaci di esclusivo uso ospedaliero che non possono essere venduti dalle farmacie (tranne DPC - distribuzione per conto)

va rilevato che il fatturato delle farmacie è composto per il 60% da farmaci con ricetta (fascia A e fascia C).

Tuttavia tale quota di fatturato si delinea in costante calo, soprattutto per i tagli alla spesa farmaceutica convenzionata e per la recente diffusione dei medicinali equivalenti, riduzione parzialmente compensata dalla crescita della quota di fatturato derivante dalla vendita di medicinali senza obbligo di ricetta (SOP e OTC) e, soprattutto, di altri prodotti quali integratori alimentari e altri prodotti parafarmaceutici (come ad es. i preparati galenici).

In tale ambito, l'aumento del numero delle ricette SSN consegnate in farmacia ed il contestuale calo della spesa netta sostenuta dal servizio nazionale ingenerano un aumento del carico di lavoro per le farmacie ed una contestuale riduzione della redditività sui farmaci SSN.

Il prezzo medio dei farmaci a carico del SSN erogati in regime convenzionale, infatti, è in costante calo, a seguito della diffusione dei medicinali equivalenti (a brevetto scaduto) di prezzo più basso (che ormai hanno raggiunto una quota pari all'80% dei farmaci prescritti a carico del SSN) e della circostanza che i medicinali più costosi vengono distribuiti direttamente da ospedali e ASL. E' noto che il SSN rimborsa al cittadino il solo prezzo del farmaco che, all'interno di ciascuna lista di riferimento, ha il prezzo più basso; il farmacista è tenuto a proporre al cittadino la sostituzione del medicinale prescritto con uno di prezzo più basso interamente a carico del



SSN, avvertendolo della necessità di integrare l'eventuale differenza ove l'utente richieda il farmaco più costoso o il medico curante non acconsenta alla sostituzione del farmaco prescritto.

La diffusione dei farmaci generici/equivalenti rappresenta sicuramente una delle note di maggiore interesse anche per il mercato locale.

In tale scenario, si innestano gli sconti di legge, articolati per fasce di prezzo, che le farmacie sono tenute a concedere obbligatoriamente al SSN, cui si aggiunge un'ulteriore trattenuta del 2,25%. Tale scontistica, unitamente alla riduzione dei prezzi medi dei farmaci SSN, dei tagli ai prezzi e della distribuzione diretta da parte delle ASL dei farmaci più costosi, ha di fatto ridotto il margine effettivo medio della farmacia su una confezione di farmaco erogato in regime di SSN e, di conseguenza, la marginalità complessiva del mondo farmacia, con un trend negativo costante nel tempo.

I graduali interventi di liberalizzazione introdotti a partire dal 2015, la possibilità di vendere medicinali senza obbligo di prescrizione in esercizi commerciali alla presenza di un farmacista, la liberalizzazione dei prezzi dei medicinali senza obbligo di ricetta medica fino a giungere alla possibilità per le società di capitali di essere titolari di farmacia e di creare catene di farmacie, ha aperto il settore al mercato e alla concorrenza in maniera ben più marcata rispetto ad altri ambiti della nostra economia.

Prima del Ddl Concorrenza, infatti, le società di capitali potevano accedere solo alla gestione di farmacie pubbliche; società quindi che avevano ottenuto l'affidamento della gestione delle farmacie comunali.

Sebbene le società di capitali attualmente operanti sul mercato non rispecchino fedelmente le possibili società interessate ad inserirsi nel mercato della distribuzione del farmaco al dettaglio (né l'eventuale capacità delle stesse di modificarne l'organizzazione), esse sono un primo preliminare campione che permette di valutare se, società che già stanno operando nel mercato, stiano agendo meglio o peggio (in termini di profitti e/o di servizi) degli attori classicamente presenti (i farmacisti titolari).

Alle farmacie si impone quindi la necessità di coniugare queste due anime antagoniste che si pongono in apparente contrapposizione: da una parte, il ruolo fondamentale di primo presidio





sanitario cui si riferiscono cittadini insieme ai medici, con una forte connotazione di natura sociale ed assistenziale; dall'altra, una ben più rituale attività di natura commerciale che tende naturalmente alla massimizzazione del profitto ed alla minimizzazione dei costi di produzione, secondo l'orientamento tipico delle imprese a scopo di lucro.

#### 2.4 Analisi strategica, Fattori competitivi e Posizionamento

Come visto, oggi il punto di forza della società è essenzialmente rappresentato da una dinamica complessiva, sia in termini di ricavi che reddituale, regolare e stabile, sebbene vada registrata una leggera flessione.

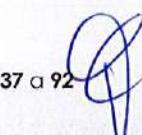
È necessario tuttavia procedere tentando di individuare nell'attuale struttura societaria e nel contesto nel quale opera AMR non già i soli punti di forza bensì anche i possibili profili di criticità che possono nel medio-lungo periodo portare a situazioni di difficoltà o di squilibrio dei principali indici economico-finanziari, fino a giungere a compromettere la stessa capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento.

#### Principali fattori di rischio

L'analisi effettuata dallo scrivente ha individuato tre principali fattori di rischio che possono influenzare la valutazione.

Rischio politico: come già evidenziato, AMR è società soggetta a direzione e coordinamento da parte del Comune di Rovereto il quale, anche successivamente alla trasformazione, provvederà alla nomina dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo, oltre a definire le generali linee programmatiche di questa ed, in parte, anche le possibilità di fatturato, con particolare riferimento alle tariffe per l'occupazione degli stalli; la durata delle amministrazioni è quinquennale e pertanto periodicamente potrebbero registrarsi avvicendamenti nella governance dell'amministrazione comunale che porterebbero alla possibile revisione, o anche - ragionando per assurdo - alla negazione o ad un semplice ridimensionamento del ruolo di AMR nel contesto del Comune di Rovereto.

Per quanto qui di interesse, va rilevato che l'azienda esiste ormai da decenni, nel corso dei quali la città di Rovereto è stata amministrata da soggetti diversi, espressione talora di diversa





visione politica; tuttavia, nonostante il succedersi dei diversi colori politici, il ruolo di AMR non è mai stato posto in discussione ma questa ha visto anzi accrescere la propria importanza strategica nell'ambito dell'attività comunale, attraverso l'affidamento di nuovi servizi di carattere pubblicistico.

Rischio concorrenza: questo fattore riveste un rilievo particolare soprattutto nel settore delle farmacie, un settore che negli ultimi anni ha subito una certa contrazione del fatturato e degli ordini a causa di una serie concomitante di fattori:

- progressiva liberalizzazione del mercato, tuttora in corso, che ha ampliato la platea dei punti vendita; si pensi ad esempio alla legge 248/2006 (c.d. decreto Bersani) che ha consentito la vendita libera di medicinali SOP e OTC previa comunicazione all'amministrazione competente e sotto la supervisione diretta di un farmacista abilitato in qualunque esercizio commerciale;
- la riduzione della marginalità e dei rimborsi riconosciuti dal SSN sulle vendita effettuate a favore di quest'ultimo in regime di convenzione;
- la possibilità, per ora con partecipazione minoritaria, di accesso al capitale delle farmacie di società di capitali, che supera l'originaria concezione della farmacia come "feudo" del farmacista abilitato destinato ad essere trasferito ai propri eredi e apre al possibile ingresso di grandi catene sul modello americano che in Italia ha per ora una portata limitata, con alcune iniziative di alcuni gruppi quali Alliance Healthcare, Dr. Max, Admenta Italia ed Hippocrates Holding.

Anche questo fattore, seppur esistente, ha ancora carattere latente per AMR, orientata all'adozione di una politica tesa a mantenere, consolidare ma anche aumentare il proprio valore della produzione nel settore farmaceutico attraverso:

- il continuo miglioramento ed efficientamento dei punti vendita (si pensi all'importante investimento effettuato nel 2018 per ristrutturare la farmacia di Via Paoli con l'installazione di un sistema automatico di gestione del magazzino);





- l'apertura di nuovi punti vendita, quale quella operata nel 2017 presso il "Millenium Center";
- la fornitura di una serie di servizi ausiliari a favore dell'utenza sempre legati al comparto sanitario, così come ampiamente illustrato nelle relazioni illustrate al bilancio.

Sotto questo aspetto, potrebbe risultare strategico nei prossimi anni aggregare ad AMR aziende farmaceutiche dei comuni limitrofi che consentirebbero di assumere all'ASA un profilo rilevante anche in termini di forza contrattuale con i propri fornitori, con conseguente miglioramento della marginalità complessiva.

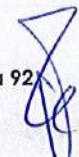
Rischio normativo: ci si riferisce in particolare alla possibilità che interventi legislativi, solitamente emanati per ragioni di cassa dal legislatore nazionale o provinciale, impongano che i servizi erogati da AMR non possano essere oggetto di affidamento diretto da parte dell'amministrazione comunale ma debbano essere affidati previo esperimento di gara ad evidenza pubblica, alla quale sicuramente AMR potrebbe partecipare ma in concorrenza con altri soggetti in possesso dei requisiti tecnico-economici per l'adesione al bando emanato dalla Pubblica Amministrazione

Da questo punto di vista, la scelta di costituire AMR come società "in-house" limiterebbe sostanzialmente questo tipo di rischio, almeno nel breve periodo.

In definitiva, nessuno dei fattori di rischio emersi dall'analisi svolta sembra poter incidere in maniera significativa e rilevante sui risultati del presente lavoro peritale.

Il potere negoziale con i clienti è media e viene perseguito un orientamento alla fidelizzazione. Il frazionamento della clientela è media.

In sintesi, la società si presenta oggi sul mercato con i seguenti punti di forza e di debolezza:





### Swot Analisys

Punti di Forza	Punti di Debolezza
<ul style="list-style-type: none"> <li>• dinamica complessiva dei ricavi tendenzialmente costante</li> <li>• disponibilità di strutture moderne</li> <li>• dotazione organica adeguata</li> <li>• buona distribuzione territoriale</li> <li>• flessibilità del personale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ricavi e marginalità in diminuzione</li> <li>• assenza visione unitaria che consenta economie di scala</li> <li>• carenza di figure di coordinamento per area di attività</li> <li>• incidenza del costo del personale</li> </ul>
Opportunità	Minacce
<ul style="list-style-type: none"> <li>• possibilità sfruttamento sinergie tra servizi</li> <li>• amplimento dell'offerta proposta</li> <li>• ridefinizione delle politiche tariffarie di sosta</li> <li>• ripensamento ed integrazione di alcune ASA (servizi cimiteriali)</li> <li>• estensione dell'ambito territoriale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• potenziale aggredibilità del settore più remunerativo da parte di competitors più strutturati</li> <li>• cambio di vision di AMR da parte dell'amministrazione comunale</li> <li>• liberalizzazione settore farmaceutico</li> <li>• affidamento servizi tramite procedure ad evidenza pubblica</li> </ul>



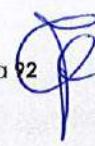
### 3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO

#### 3.1 I Bilanci storici

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2016-2017-2018. Si precisa che alla data di redazione della presente perizia il bilancio al 31 dicembre 2018 è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di AMR ma non dal Consiglio Comunale del Comune di Rovereto.

L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel Capitolo 3.3.

Conto economico								
C.E.	ANNI		31/12/16		31/12/17		31/12/18	
	€	%	€	%	€	%	€	%
<b>Ricavi operativi netti</b>	<b>7.012.038</b>	<b>100%</b>	<b>6.913.205</b>	<b>100%</b>	<b>7.099.273</b>	<b>100%</b>		
Var. Rim. Prodotti e Semil.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
Acquisti Prodotto finito	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
Lavori in Economia	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
<b>Valore della Produzione</b>	<b>7.012.038</b>	<b>100%</b>	<b>6.913.205</b>	<b>100%</b>	<b>7.099.273</b>	<b>100%</b>		
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	14.734	0,21%	95.459	1,38%	-26.596	-0,37%		
Acquisti Merci/Mat. Prime	3.223.347	45,96 %	3.276.881	47,40%	3.091.235	43,54%		
Costi vari per Servizi	1.059.577	15,11 %	920.886	13,32%	1.119.781	15,77%		
Lavorazioni Esterne	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>2.743.848</b>	<b>39%</b>	<b>2.810.897</b>	<b>40%</b>	<b>2.861.661</b>	<b>40%</b>		
Costo lavoro	2.285.570	32,59 %	2.356.305	34,08%	2.413.294	33,99%		
<b>M.O.L.</b>	<b>458.278</b>	<b>6%</b>	<b>454.592</b>	<b>6%</b>	<b>448.367</b>	<b>6%</b>		
Ammortamenti materiali	267.694	3,81%	258.018	3,73%	269.200	3,79%		
Ammortamenti immateriali	134.683	1,92%	163.724	2,36%	179.239	2,52%		





Accantonamenti	6.192	0,08%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Risultato Operativo</b>	<b>49.709</b>	<b>0%</b>	<b>32.850</b>	<b>0%</b>	<b>-72</b>	
Oneri Finanziari	53	755,84%	40	-578,60%	74	104,23%
Proventi Finanziari	13.275	0,18%	10.540	0,15%	17.008	0,23%
Gestione Straordinaria	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione non operativa	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte	14.790	0,21%	20.590	0,29%	14.183	0,19%
<b>Risultato Netto</b>	<b>48.141</b>	<b>0%</b>	<b>22.760</b>	<b>0%</b>	<b>2.679</b>	<b>0%</b>

### Stato Patrimoniale

S.P.	Anni		31/12/16		31/12/17		31/12/18	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie	1.206.490	16,94%	1.231.832	17,44%	1.047.779	14,62%		
Clienti e Crediti diversi	760.605	10,68%	660.018	9,34%	708.694	9,89%		
Risconti attivi	7.138	0,10%	31.357	0,44%	36.399	0,50%		
Magazzino	561.614	7,88%	659.301	9,33%	634.851	8,86%		
<b>ATTIVO CORRENTE</b>	<b>2.535.847</b>	<b>35,62%</b>	<b>2.582.508</b>	<b>36,57%</b>	<b>2.427.723</b>	<b>33,89%</b>		
Immobil. Materiali	3.611.175	50,72%	3.513.570	49,75%	3.818.752	53,31%		
Fondi Ammortamento	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
Immobil. Immateriali	864.022	12,13%	857.682	12,14%	808.188	11,28%		
Immobil. Finanziarie	107.990	1,51%	107.990	1,52%	107.990	1,50%		
<b>ATTIVO FISSO</b>	<b>4.583.187</b>	<b>64,37%</b>	<b>4.479.242</b>	<b>63,42%</b>	<b>4.734.930</b>	<b>66,10%</b>		
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>7.119.034</b>	<b>100%</b>	<b>7.061.750</b>	<b>100%</b>	<b>7.162.653</b>	<b>100%</b>		
Debiti finanz. a breve	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
Fornitori e Debiti div.	1.699.518	23,87%	1.638.991	23,20%	1.625.725	22,69%		
<b>PASSIVO CORRENTE</b>	<b>1.699.518</b>	<b>23,87%</b>	<b>1.638.991</b>	<b>23,20%</b>	<b>1.625.725</b>	<b>22,69%</b>		



Debiti Finanziari a ML	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri debiti a ML	487.126	6,84%	467.608	6,62%	579.099	8,08%
<b>PASSIVO CONSOLIDATO</b>	<b>487.126</b>	<b>6,84%</b>	<b>467.608</b>	<b>6,62%</b>	<b>579.099</b>	<b>8,08%</b>
MEZZI PROPRI	4.932.390	69,28%	4.955.151	70,16%	4.957.829	69,21%
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>7.119.034</b>	<b>100%</b>	<b>7.061.750</b>	<b>100%</b>	<b>7.162.653</b>	<b>100%</b>

### Rendiconto Finanziario

Val. Positivi=Fonti	Val. Negativi=Impegni	31/12/17	31/12/18
<b>SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE</b>	<b>1.206.490</b>	<b>1.231.832</b>	
M.O.L. (EBITDA)		454.592	448.367
(+) Saldo Gestione Finanziaria		10.500	16.934
(-) Imposte d'Esercizio		-20.590	-14.183
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratteristiche		0	0
(+) Accantonamento T.f.r.		131.925	134.491
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		-241.768	-154.443
<b>= CASH FLOW POTENZIALE</b>	<b>334.659</b>	<b>431.166</b>	
Crediti Commerciali		43.846	-64.028
Magazzino Netto		-97.687	24.450
Altri Crediti Operativi		32.522	10.310
<b>= Variazione Attivo Circolante</b>	<b>-21.319</b>	<b>-29.268</b>	
Debiti Commerciali		16.754	-116.343
Altri Debiti Operativi		13.044	234.520
<b>= Variazione Passivo Circolante</b>	<b>29.798</b>	<b>118.177</b>	



Studio Decaminada STP S.r.l. - 38122 Trento - Viale san Francesco d'Assisi 10



= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	8.479	88.909
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali	-157.384	-434.927
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0
Disinvestimenti	-160.413	-269.200
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO	-317.797	-704.127
Rimborso Finanziamenti e altri Debiti M/L	0	0
Erogazione dividendi	0	0
<b>= FABBISOGNO FINANZIARIO</b>	<b>25.341</b>	<b>-184.052</b>
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	0	0
Variazione Capitale e Riserve	1	-1
<b>= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO</b>	<b>25.342</b>	<b>-184.053</b>
<b>SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE</b>	<b>1.231.832</b>	<b>1.047.779</b>

Lo scrivente ha effettuato una ricognizione puntuale delle poste patrimoniali attive e passive relative al bilancio al 31 dicembre 2018

Il bilancio risulta redatto in maniera organica e completa in forma ordinaria e con l'indicazione dei conti economici separati per ciascuna area d'affari.

Nel dettaglio si precisa quanto segue

#### Immobilizzazioni immateriali

Sono iscritte al costo sostenuto e rappresentano oneri ad utilità pluriennale.

In particolare, la voce comprende:





- Spese per impianto ed ampliamento per euro 75.026 relativi in particolare alle attività di analisi effettuate dalla società Ernst & Young in merito alla possibile evoluzione dell'azienda.
- Licenze software per euro 18.618
- Migliorie su beni di terzi per un valore netto di euro 717.046, riferite in particolare ad interventi sulle aree di sosta affidate in gestione dal Comune di Rovereto.

L'analisi dei flussi finanziari evidenzia che l'azienda esegue sistematicamente interventi di miglioramento dei beni aziendali e di quelli in comodato che sono finanziati mediante utilizzo dei flussi della gestione corrente senza peraltro intaccare l'equilibrio finanziario della società.

#### Immobilizzazioni materiali

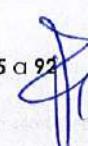
Sono iscritte al costo sostenuto compresi gli oneri di diretta imputazione; la voce è così composta:

- Terreni e fabbricati 3.145.289
- Impianti e macchinario 232.800
- Attrezzature industriali 36.648
- Altri beni 383.038
- Immobilizzazioni in corso 20.977



Lo scrivente ha esaminato gli estratti dei registri tavolari degli immobili di proprietà dell'azienda che risultano liberi da iscrizioni pregiudizievoli, con l'eccezione di alcune normali servitù.

Si noti che il valore delle immobilizzazioni è stato oggetto di rivalutazione ai sensi del D.L. 185/2008.





Per quanto riguarda il valore degli asset immobiliari lo scrivente ha acquisito la perizia (non asseverata) utilizzata da AMR per rivalutare il costo storico degli immobili in sede di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2008.

La ridotta disponibilità di tempo a disposizione impedisce di operare un reperforming del valore.

Tuttavia, lo scrivente ha acquisito informazioni in merito alle quotazioni immobiliari vigenti nelle zone in cui si trovano gli immobili di proprietà di AMR, in particolare attraverso

- l'esame delle quotazioni risultanti dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare curato dall'Agenzia delle Entrate
- l'esame di proposte immobiliari di locali simili per natura destinazione e localizzazione.

L'esame svolto indica che i valori attribuiti nel 2008 (mediamente tra i 2000 e i 2.500 euro al metro quadro per i locali commerciali e 15.000 euro per i posti macchina) sono tuttora validi e riscontrabili sul mercato, nonostante la flessione del mercato immobiliare generalmente registrata nell'ultimo decennio; pertanto è possibile confermare il valore attribuito agli immobili così come iscritto in bilancio.

#### Immobilizzazioni finanziarie

Si riferiscono alle seguenti realtà

Unifarm S.p.a per euro 102.790;

Consorzio Car Sharing per euro 5.000.

Si tratta di partecipazioni non rilevanti nel capitale delle due società e non di natura strategica; si rileva che Unifarm eroga con regolarità un dividendo, nel bilancio 2018 pari ad euro 14.850.





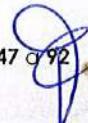
### Rimanenze

Si riferiscono alle merci in giacenza presso le varie farmacie gestite dalla società e sono valutate al costo medio ponderato. Il valore del magazzino è stato rettificato mediante apposizione di un fondo svalutazione di euro 20.000 che recepisce possibili obsolescenze di taluni prodotti.

### Crediti

Sono così formati:

- Crediti verso clienti: l'importo è espresso al netto di un fondo svalutazione crediti di euro 12.000 per tenere conto di possibili inesigibilità; la voce comprende fatture da emettere per euro 45.173
- Crediti verso enti pubblici: la voce comprende l'importo che il comune di Rovereto riconosce ad AMR per la gestione degli impianti sportivi, dei servizi cimiteriali e il "progetto interventi straordinario di servizi e interventi manutentivi".
- Crediti tributari: ammontano ad euro 17.114 e si riferiscono
  - quanto ad euro 2.701 a credito IRAP in compensazione
  - quanto ad euro 3.102 a credito IRES in compensazione
  - quanto ad euro 11.311 al credito richiesto a rimborso a titolo di maggior IRAP dovuta sul costo del lavoro dipendente; si tratta del residuo di una richiesta di maggiore importo oggetto di parziale rimborso nel corso del 2017; il credito residuo è coperto nei fondi rischi da un appostamento di uguale misura.
- Crediti per imposte anticipate: la voce si riferisce alle imposte anticipate su alcuni accantonamenti temporaneamente indeducibili ai fini fiscali;





- Crediti verso altri - enti del settore pubblico: la voce si riferisce ai rimborsi dovuti dal SSN per il rimborso delle ricette dispensate nel mese di dicembre.
- Crediti verso altri: si tratta di partite residuali ed in particolare
  - Crediti verso istituti di previdenza 33.093
  - Depositi cauzionali 8.388
  - Altri non rilevanti 801
  - IVA su distinte SSN 5.591

### Liquidità

Ammontano ad euro 1.047.779 e si riferiscono al numerario presenti nei conti correnti della società e in cassa alla data di riferimento del bilancio.

### Ratei e risconti attivi

Rappresentano partite di collegamento tra gli esercizi (NOTA RICHIESTO DETTAGLIO)

### Fondo rischi

Nella posta contabile sono correttamente rappresentate partite debitorie incerte nell'ammontare e nell'effettiva esigibilità ed in particolare

- gli oneri presunti derivanti dai rinnovi dei CCNL applicati ai vari settori in cui opera l'azienda
- un fondo per manutenzioni cicliche
- un fondo rischi a fronte del possibile mancato incasso della quota residua dell'imposta IRAP richiesta a rimborso a valere sul costo del personale.



Studio Decaminada STP S.r.l. – 38122 Trento – Viale san Francesco d'Assisi 10



## Fondo trattamento di fine rapporto

Rappresenta quanto dovuto al personale dipendente e liquidato a seguito di licenziamento, pensionamento o dimissioni spontanee.

Si ricorda che la società, avendo un numero di dipendenti superiore a 50, provvede a versare l'accantonamento annuo al fondo di tesoreria istituito presso l'INPS al netto della quota versata a forme di previdenza complementare individuale. (NOTA RICHIESTO DETTAGLIO)

### Debiti

Sono espressi al valore nominale. La società non applica il criterio del costo ammortizzato. Non risultano utilizzate anticipazioni di tesoreria, circostanza confermata dall'inesistenza di oneri finanziari imputati a bilancio.

Si segnala in particolare il debito di euro 202.190 dovuto al comune di Rovereto quale saldo per la gestione del servizio parcheggi.

### Ratei e risconti passivi

Rappresentano costi e ricavi a cavallo degli esercizi (NOTA: richiesto dettaglio)

## 3.2 I Bilanci Previsionali e le relative Assumptions ~~(CON RISERVA DI MAGGIORE DETTAGLIO IN SEDE DEFINITIVA)~~

*Paolo Neri - 21/6/18*

### 3.2.1. Le Assumptions

I bilanci previsionali sono stati sviluppati sulla base delle informazioni ricevute società e tenuto conto di quanto indicato nei piani previsionali.

I bilanci previsionali sono costruiti in sostanza sulla base dell'osservazione dei bilanci approvati dall'azienda, tenuto conto soprattutto del piano investimento. Alla data di redazione della presente perizia risulta disponibile solo il piano triennale 2018-2020 che prevedeva



- Investimenti per circa euro 800K nell'anno 2018, effettivamente realizzati per circa euro 500k ed in particolare per l'adeguamento della farmacia di via Paoli.
- Investimenti per circa euro 100K nell'anno 2019 e nell'anno 2020.

In realtà storicamente l'azienda evidenzia negli ultimi bilanci un importo di CAPEX abbastanza rilevante e sempre consistente in circa 4-500k euro, in particolare relativi ad interventi sul settore dei parcheggi.

Nella costruzione dei bilanci previsionale appare determinante la costruzione del possibile tasso di crescita "g" del fatturato.

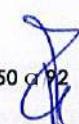
In particolare, nel momento in cui il valore di un'impresa viene rappresentato attraverso il valore attuale di flussi finanziari e/o reddituali uno degli input che crea la maggiore difficoltà è quello di determinare il tasso di crescita per stimare i ricavi e gli utili futuri.

Nella pratica aziendale il tasso di crescita può essere di vario tipo:

- "zero growth" ovvero nullo e pertanto non vi è alcun apprezzamento dei ricavi e/o dei flussi nel tempo
- "steady growth" ovvero costante nel tempo sulla base dell'apprezzamento di taluni parametri;
- irregolare e pertanto per ciascun esercizio prospettico viene individuato uno specifico tasso di crescita

Anche se è più plausibile ipotizzare un tasso di crescita irregolare la dottrina utilizza generalmente il parametro "steady growth" apportando quindi un tasso costante di crescita agli aggregati di bilancio.

Vi è anche da dire che nella maggior parte dei settori economici è difficile ipotizzare in maniera ragionevole tassi di crescita che eccedano un orizzonte temporale superiore a tre massimo cinque esercizi.





Nel caso specifico di AMR lo scrivente ritiene che l'orizzonte temporale non possa eccedere i tre esercizi.

Ciò in particolare vista la particolare natura dell'azienda controllata da un soggetto politico e di nomina elettorale, pertanto gli atti di indirizzo sono influenzati dal governo che medio tempore i cittadini scelgono per la città di Rovereto.

Questa circostanza può comportare che repentinamente la nuova governance della pubblica amministrazione adotti provvedimenti che comportino una significativa se non totale variazione della politica di gestione di AMR.

Si valuti inoltre come AMR è solita predisporre piani di sviluppo e conti preventivi su base triennale (alla data di redazione della presente perizia l'ultimo Piano Programma/Bilancio di Previsione è quello 2018/2020) e pertanto non è possibile avere previsioni programmatiche di più lungo periodo.

Inoltre, l'attuale organo amministrativo del comune è in scadenza nella primavera del 2020 e ciò giustifica ulteriormente l'impossibilità di fare previsione di lungo periodo in merito alle performance di AMR in quanto in astratto la nuova amministrazione comunale potrebbe assumere atti di indirizzo completamente diversi da quelli adottati dall'attuale governo comunale.

Venendo alla determinazione del tasso "g" esso deve essere stimato in maniera oggettiva e credibile.

Tra i vari metodi proposti dalla dottrina si propone di utilizzare il tasso di crescita storico degli ultimi esercizi applicato al fatturato.

È pur vero che il fatturato degli anni precedenti può essere in molti casi non indicativo della crescita futura ma molto spesso è una base informativa assai utile ai fini previsionali.

La dottrina consiglia inoltre di utilizzare come parametro di riferimento una serie storica di ricavi, preferendola all'utilizzo di altri macro elementi quali l'utile d'esercizio che risulta in molti





casi influenzato da fattori esogeni, quali gli investimenti (che deprimono il risultato in termini di minori ammortamenti) o la rilevazione delle rimanenze.

La determinazione del tasso di crescita basato sui ricavi consente anche di utilizzare più facilmente la media aritmetica e non quella ponderata, inoltre consente (anche se non è questo il caso) di ipotizzare un tasso di crescita anche in presenza di perdite d'esercizio.

Venendo ora al calcolo effettivo del tasso di crescita si propone di utilizzare la media aritmetica delle variazioni percentuali osservati a partire dall'esercizio 2011 osservando quanto segue:

Anno	Ricavi	n+1/n
2011	7.065.434	
2012	6.819.425	-3,48%
2013	6.642.395	-2,60%
2014	6.341.322	-4,53%
2015	6.741.217	6,31%
2016	6.953.438	3,15%
2017	6.831.561	-1,75%
2018	7.008.429	2,59%
<b>Tasso g medio</b>	<b>-0,05%</b>	
<b>Tasso g utilizzato</b>	<b>0,00%</b>	

Si assiste quindi sostanzialmente ad uno scenario di "zero growth" che lo scrivente ritiene di poter condividere per i seguenti motivi:

- il fatturato è costituito per quasi il 70% dal settore farmacie, un settore che presenta un momento di stagnazione significato nel bilancio AMR da un calo del fatturato 2017/2018 del 2% circa
- l'altro settore significativo, quello relativo alla gestione della mobilità, risulta essere estremamente volatile essendo le sue entrate influenzate dalla politiche comunali che





determinano in maniera vincolante le tariffe per l'occupazione degli stalli e soprattutto possono determinare una importante contrazione dei ricavi per effetto in interventi sulla viabilità che possono limitare l'utilizzo di determinati stalli a pagamento; si pensi a quanto successo nell'esercizio 2016 quando l'amministrazione comunale ha introdotto degli strumenti compensativi del disagio creato alla collettività dai lavori effettuati in via Dante; si tratta di fattori del tutto esogeni che AMR deve "subire" e si riflettono sulle dinamiche di un'ASA che rappresenta circa il 17% del valore prodotto nell'esercizio 2018; tenuto conto anche della prossima tornata elettorale è difficile ipotizzare che vengano avallate richieste di aumento della tariffa oraria, appare semmai plausibile che il Comune di Rovereto accetti, anche in via definitiva, una riduzione della fee riconosciuta da AMR per la disponibilità degli stalli.

In funzione di questi fattori si ritiene ragionevole attribuire, ai fini della presente valutazione un tasso di crescita pari a zero.

## FATTURATI

Per i motivi sopra esposti i fatturati sono ritenuti sostanzialmente inalterati.

## RIMANENZE DI MAGAZZINO

E' stato ipotizzato che rimangano grosso modo invariate con un tasso di rotazione paragonabile a quello degli esercizi passati.

## RICERCA & SVILUPPO

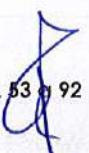
Non è prevista.

## DIPENDENTI

È stato ipotizzato un organico sostanzialmente invariato.



Sul punto dalle informazioni acquisite dall'organo amministrativo e dal socio di riferimento, sembra plausibile una sostanziale revisione della pianta organica con inserimento di nuove figure professionali anche a seguito dell'assegnazione ad AMR di nuovi e diversi servizi gestiti per conto dell'amministrazione comunale.





Sul punto allo stato attuale non vi è però alcuna certezza (al di là delle ipotesi formulate da Ernst & Young sulla possibile evoluzione di AMR) e quindi viene adottato un atteggiamento conservativo che contempla la sostanziale invarianza della pianta organica. (DA SISTEMARE)

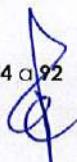
### Dettaglio Risorse Umane

Tipologia	Anni	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dirigenti	0	0	0	0	0	0	0
Intermedi	0	0	0	0	0	0	0
Impiegati	0	0	0	0	0	0	0
Operai	0	0	0	0	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>

Indicare l'evoluzione prevista, quantitativa e qualitativa del personale dipendente

### Costo del lavoro (inc. T.f.r)

Tipologia	Anni	Previsionali					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
Amministrativi	0	0	0	0	0	0	0
Commerciali	0	0	0	0	0	0	0
Prod. Diretti	2.413.294	2.281.500	2.304.315	2.315.836	0	0	0
Prod. Indir.	0	0	0	0	0	0	0
R. & S.	0	0	0	0	0	0	0





<b>Totale</b>	2.413.29	2.281.50	2.304.31	2.315.83		0	0
	4	0	5	6		0	0

## SPESE GENERALI

Le spese generali sono in linea con quelle osservate nel bilancio al 31/12/2018.

## INVESTIMENTI

Sono stati previsti i seguenti investimenti:

Piano degli Investimenti

	% Amm.to	2019	2020	2021	2022	2023
TERRENI	0	0	0	0	0	0
IMMOBILI OPERATIVI	0	0	0	0	0	0
IMPIANTI	10	220.000	0	0	0	0
MACCHINARI	0	0	0	0	0	0
ATTREZZATURE	12	21.000	0	0	0	0
ARREDI E MOBILI	0	0	0	0	0	0
MACCHINE ELETTRONICHE	20	30.000	30.000	0	0	0
MEZZI TRASPORTO	0	0	0	0	0	0
BENI NON OPERATIVI	0	0	0	0	0	0
BREV., MARCHI, SOFTWARE	0	0	0	0	0	0
AVVIAMENTO	0	0	0	0	0	0
COSTI DI SVILUPPO	0	0	0	0	0	0
ALTRI COSTI PLURIENNALI	10	67.000	0	0	0	0





ALTRI COSTI PLURIENNIALI	0	0	0	0	0	0
PARTECIPAZIONI	0	0	0	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>338.000</b>	<b>30.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## FONTI DI FINANZIAMENTO

A guisa di quanto osservato negli esercizi storici, si prevede di finanziare gli investimenti con il capitale circolante, che peraltro allo stato attuale risulta esuberante rispetto alle esigenze aziendali.

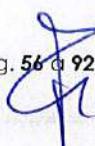
Non si prevede il ricorso a capitale di terzi tanto nel breve quanto nel medio lungo termine.

### 3.2.2. I Piani previsionali

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei Piani previsionali relativi agli esercizi 2019-2020-2021, costruiti assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel Capitolo 3.3.

#### Conto economico

C.E.	Anni	Storico	Previsionali				
			2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi operativi netti	7.099.273	7.170.265	7.241.968	7.314.388	0	0	0
Var. Rim. Prodotti e Semil.	0	0	0	0	0	0	0
Acquisti Prodotto finito	0	-5.009	0	0	0	0	0
Lavori in Economia	0	0	0	0	0	0	0
<b>Valore della Produzione</b>	<b>7.099.273</b>	<b>7.170.265</b>	<b>7.241.968</b>	<b>7.314.388</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	-26.596	100.333	8.188	0	0	0	0



Studio Decaminada STP S.r.l. – 38122 Trento – Viale san Francesco d'Assisi 10



Acquisti Merci/Mat. Prime	3.091.235	3.356.449	3.296.865	3.321.564	0	0
Costi vari per Servizi	1.119.781	1.132.369	1.145.100	1.157.974	0	0
Lavorazioni Esterne	0	0	0	0	0	0
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>2.861.661</b>	<b>2.781.779</b>	<b>2.808.190</b>	<b>2.834.849</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Costo lavoro	2.413.294	2.281.500	2.304.315	2.315.836	0	0
<b>M.O.L.</b>	<b>448.367</b>	<b>500.279</b>	<b>503.875</b>	<b>519.012</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ammortamenti materiali	269.200	284.460	302.720	305.720	0	0
Ammortamenti immateriali	179.239	185.939	185.939	185.939	0	0
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0
<b>Risultato Operativo</b>	<b>-72</b>	<b>29.880</b>	<b>15.216</b>	<b>27.353</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Oneri Finanziari	74	0	0	0	0	0
Proventi Finanziari	17.008	18.269	18.749	19.565	0	0
Gestione Straordinaria	0	0	0	0	0	0
Gestione non operativa	0	0	0	0	0	0
Imposte	14.183	12.721	8.745	12.327	0	0
<b>Risultato Netto</b>	<b>2.679</b>	<b>35.429</b>	<b>25.221</b>	<b>34.591</b>	<b>0</b>	<b>0</b>





## Stato Patrimoniale

S.P.	Anni	Storico	Previsionali				
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidità Finanziarie		1.047.779	938.849	1.539.621	2.204.594	0	0
Clienti e Crediti diversi		708.694	624.866	630.956	636.169	0	0
Risconti attivi		36.399	36.399	36.399	36.399	0	0
Magazzino		1.634.851	735.184	743.373	743.373	0	0
<b>ATTIVO CORRENTE</b>		<b>2.427.723</b>	<b>2.335.299</b>	<b>2.950.350</b>	<b>3.620.536</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Immobil. Materiali		3.818.752	4.089.752	4.119.752	4.119.752	0	0
Fondi Ammortamento		0	284.460	587.180	892.900	0	0
Immobil. Immateriali		808.188	689.249	503.310	321.132	0	0
Immobil. Finanziarie		107.990	107.990	107.990	107.990	0	0
<b>ATTIVO FISSO</b>		<b>4.734.930</b>	<b>4.602.531</b>	<b>4.143.872</b>	<b>3.655.974</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>		<b>7.162.653</b>	<b>6.937.830</b>	<b>7.094.222</b>	<b>7.276.510</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Debiti finanz. a breve		0	0	0	0	0	0
Fornitori e Debiti div.		1.625.725	1.228.583	1.221.494	1.230.240	0	-7
<b>PASSIVO CORRENTE</b>		<b>1.625.725</b>	<b>1.228.583</b>	<b>1.221.494</b>	<b>1.230.240</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>
Debiti Finanziari a ML		0	0	0	0	0	0
Altri debiti a ML		579.099	715.989	854.247	993.198	0	0
<b>PASSIVO CONSOLIDATO</b>		<b>579.099</b>	<b>715.989</b>	<b>854.247</b>	<b>993.198</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>MEZZI PROPRI</b>		<b>4.957.829</b>	<b>4.993.258</b>	<b>5.018.479</b>	<b>5.053.071</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE FONTI</b>		<b>7.162.653</b>	<b>6.937.830</b>	<b>7.094.222</b>	<b>7.276.510</b>	<b>0</b>	<b>0</b>



### Piano Finanziario

Val. Positivi=Fonti	Val. Negativi=Impegni	2019	2020	2021	2022	2023
<b>SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE</b>		<b>1.047.779</b>	<b>938.849</b>	<b>1.539.621</b>	<b>2.204.594</b>	<b>0</b>
M.O.L. (EBITDA)		500.279	503.875	519.012	0	0
(+) Saldo Gestione Finanziaria		18.269	18.749	19.565	0	0
(-) Imposte d'Esercizio		-12.721	-8.745	-12.327	0	0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratt.		0	0	0	0	0
(+) Accantonamento T.f.r.		136.890	138.258	138.950	0	0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		0	0	0	0	0
<b>= CASH FLOW POTENZIALE</b>		<b>642.718</b>	<b>652.139</b>	<b>665.200</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Crediti Commerciali		-117.823	-6.217	-6.279	634.274	0
Magazzino Netto		-100.333	-8.188	0	763.373	0
Altri Crediti Operativi		201.651	127	1.066	38.294	0
<b>= Variazione Attivo Circolante</b>		<b>-16.505</b>	<b>-14.279</b>	<b>-5.213</b>	<b>1.435.942</b>	<b>0</b>
Debiti Commerciali		79.306	-16.440	2.082	-911.769	0
Altri Debiti Operativi		-476.448	9.352	6.663	-318.471	-7
<b>= Variazione Passivo Circolante</b>		<b>-397.141</b>	<b>-7.088</b>	<b>8.745</b>	<b>-1.230.240</b>	<b>-7</b>
<b>= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO</b>		<b>-413.647</b>	<b>-21.367</b>	<b>3.532</b>	<b>205.701</b>	<b>-7</b>
Immobilizzazioni Materiali e Immat.		-338.000	-30.000	-3.761	4.440.884	0
Immobilizzazioni Finanziarie		0	0	0	107.990	0
Disinvestimenti		0	0	0	0	0
<b>= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIM.</b>		<b>-338.000</b>	<b>-30.000</b>	<b>-3.761</b>	<b>4.548.874</b>	<b>0</b>
Rimborso Finanziam. e altri Debiti M/L		0	0	0	0	0
Erogazione dividendi		0	0	0	0	0
<b>= FABBISOGNO FINANZIARIO</b>		<b>-108.929</b>	<b>600.771</b>	<b>664.972</b>	<b>4.754.575</b>	<b>0</b>
Accensione Mutui e Finanziam. M/L		0	0	0	0	0



Variazione Capitale e Riserve	0	-5	-5.053.071	-4
			5.053.071	
			5.053.071	
= SALDO FINANZ. NETTO ESERCIZIO	-108.929	600.771	664.972	-298.495
<b>SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE</b>	<b>938.849</b>	<b>1.539.621</b>	<b>2.204.593</b>	<b>1.906.098</b>
				0

### 3.3 L'Analisi dei bilanci

#### 3.3.1. Analisi economica

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici economici di bilancio.

#### Indicatori di redditività complessiva

INDICI	ANNI	31/12/16	31/12/17	31/12/18		Media Settore
<b>Reddito Netto</b>		€48.141	€22.760	€2.679	↑	€
<b>Saggio Redditività netta</b> Reddito N./Fatturato N.		0,69%	0,33%	0,03%	↑	%
<b>ROE (return on equity)</b> Reddito Netto/Mezzi Propri		0,98%	0,46%	0,05%	↑	%
<b>Reddito Operativo</b>		€49.709	€32.850	€-72	↓	€
<b>ROI (return on investment)</b> Reddito Oper./Cap. Inv.		0,69%	0,46%		↓	%
<b>ROS (return on sales)</b> Reddito Operat./Fatturato		0,70%	0,47%		↔	%
<b>Turnover Cap. Investito</b> Fatturato/Capitale Investito		0,98	0,97	0,99	↔	
<b>ROD (return on debts)</b> Oneri Finanz./Capitale Terzi		-242,38%	-189,87%	-335,62%	↔	%
<b>Oneri Finanz.N./Fatturato N.</b>		0,00%	0,00%	0,00%	↑	%



<b>Incidenza Consumi su Fatturato</b>	46,14%	46,56%	44,48%		%
<b>Incid. Costo lavoro/Fatturato</b>	32,59%	34,08%	33,99%		%
<b>Incid. Costo lavoro/Valore Agg.</b>	83,29%	83,82%	84,33%		%
<b>Fatturato per addetto</b>	€106.481	€101.474	€101.643		€
<b>Valore Aggiunto per addetto</b>	€42.017	€41.752	€41.502		%

### Indicatori di redditività complessiva

INDICI	ANNI	Storico	Previsionali						Trend
			2018	2019	2020	2021	2022	2023	
<b>Reddito Netto</b> €		2.679	35.429	25.221	34.591	0	0	0	
<b>Saggio Redditività netta</b> Reddito N./Fatturato N.		0,03%	0,50%	0,35%	0,47%	100,00%	100,00%	100,00%	
<b>ROE</b> Reddito N./Mezzi Propri		0,05%	0,71%	0,50%	0,68%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Reddito Operativo</b> €		-72	29.880	15.216	27.353	0	0	0	
<b>ROI</b> Reddito Oper./Cap. Inv.			0,42%	0,21%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>ROS (return on sales)</b> Reddito Op./Fatturato			0,41%	0,21%	0,37%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Turnover Capitale Invest.</b> Fatturato/Cap. Invest.		0,99	1,01	1,03	1,01	0,00	8246337 20,83		
<b>ROD (return on debts)</b> Oneri Finanz./Cap. Terzi		-	335,62 %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Oneri Finanz.N./Fattur. N.</b>		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Incid. Consumi su Fatt.</b>		44,48%	45,99%	45,99%	45,99%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Incid. Costo lavoro/Fatt.</b>		33,99%	31,81%	31,81%	31,66%	0,00%	0,00%	0,00%	



<b>Incid. Costo lav./Val. Agg.</b>	84,33%	82,01%	82,05%	81,69%	0,00%	0,00%	↔
<b>Fatturato per addetto €</b>	101.64 3	108.900	109.989	111.089	-9	-9	↓
<b>Val. Agg. per addetto €</b>	41.502	42.796	43.202	43.613	-9	-9	↔

In particolare, dalla scomposizione del ROE nelle sue principali componenti, si rileva che la redditività del patrimonio netto è estremamente sacrificata sia dalla modestia del risultato netto ma anche dall'importante patrimonio netto maturato negli anni.

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR.-FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u> RO	<u>RN</u> Ris.Lordo
31/12/16= <b>0,98%</b>	0,70%	0,98	1	1,26	0,76
31/12/17= <b>0,46%</b>	0,47%	0,97	1,42	1,31	0,52
31/12/18= <b>0,05%</b>		0,99	1,44	-234,19	0,15

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR.-FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u> RO	<u>RN</u> Ris.Lordo
<b>31/12/18=0,05%</b>		0,99	1,44	-234,19	0,15



2019=0,71%	0,41%	1,01	1,38	1,61	0,73
2020=0,50%	0,21%	1,03	1,41	2,23	0,74
2021=0,68%	0,37%	1,01	1,44	1,71	0,73
2022=0,00%	0,00%	0,00	0,00	1,00	1,00
2023=0,00%	0,00%	824633720, 83	0,00	1,00	1,00





### 3.3.2 Analisi Patrimoniale e Finanziaria

Lo scopo della presente analisi è quello di segnalare se sussistono le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa:

- ) l'omogeneità tra la natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento utilizzate;
- ) l'esistenza di equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella dei capitale di terzi; -) un equilibrato rapporto tra capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accettare in che misura la combinazione impieghi- fonti è in grado di produrre flussi monetari equilibrati, tali, cioè, da consentire di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la gestione richiede.

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.

Indici patrimoniali e finanziari						
INDICI	ANNI					Media Settore
		31/12/16	31/12/17	31/12/18		
<b>I. Complessivo copert. Immobil.</b> Fonti permanti/Attivo Immobilizz.		1,18	1,21	1,16	↑	
<b>I. Autocopertura Immobilizzaz.</b> Mezzi propri/Attivo Immobilizzato		1,07	1,10	1,04	↑	
<b>Debt Equity ratio</b> Capitale di terzi/Mezzi propri		0,44	0,42	0,44	↓	
<b>Rapporto Indebitam. Oner.</b> Indeb. Finanz.N./Mezzi propri		0,00	0,00	0,00	↓	
<b>Current ratio</b> Attivo Circol./Passivo Circol.		1,49	1,57	1,49	↑	
<b>Quick ratio</b> (Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Pass.Circol.		1,15	1,15	1,08	↔	





<b>Indice di Altman</b>	6,45	6,63	6,34	↔	
<b>Durata media dei crediti v/clienti</b>	20	19	21	↔	
<b>Giacenza media del magazzino (gg)</b>	71	83	84	↑	
<b>Durata media debiti v/fornitori</b>	94	99	111	↓	
<b>Cash flow (utile +amm.ti)</b>	450.518	444.502	451.118	↓	€
<b>Indebit.Finanz.N.</b>	-1.206.490	-1.231.832	-1.047.779	↔	€
<b>Cash Flow (utile +amm.ti) / I.F.N.</b>	0,00	0,00	0,00	↓	
<b>Fatturato N./I.F.N.</b>	-0,17	-0,17	-0,14	↔	

### Indici patrimoniali e finanziari

INDICI	ANNI	Storico	Previsionali				Trend
			2018	2019	2020	2021	
<b>I.Compl. copert. Immob.</b> Fonti perm.ti/Att. Immob.		1,16	1,24	1,41	1,65	0,00	0,00
<b>I. Autocopertura Immobil.</b> Mezzi propri/Attivo Imm.		1,04	1,08	1,21	1,38	0,00	0,00
<b>Debt Equity ratio</b> Cap. di terzi/Mezzi propri		0,44	0,38	0,41	0,44	0,00	0,00
<b>Rapporto Indebit. Oner.</b> Indeb. Fin. N./Mezzi propri		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Current ratio</b> Attivo Circ./Passivo Circol.		1,49	1,90	2,41	2,94	0,00	0,00
<b>Quick ratio</b> (Liq.Im.+Liq.Diff.)/Pass.Circ		1,08	1,27	1,77	2,30	0,00	0,00
<b>Indice di Altman</b>		6,34	7,03	7,41	7,83	0,00	0,00
<b>Durata crediti v/cl.</b>		21	26	26	26	0	0
<b>Giac. media magazz. (gg)</b>		84	91	91	90	0	0
<b>Durata debiti v/fornitori</b>		111	78	78	78	0	0



Cash flow (utile +amm.ti)	451.118	505.828	513.880	526.250	0	0	
Indebit. Finanz. N.	-	-	-	-	0	0	
	1.047.77 9	938.849	1.539.62 1	2.204.59 4			
Cash Flow / I.F.N.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Fatturato N./I.F.N.	-0,14	-0,13	-0,21	-0,30	0,00	0,00	

### 3.4 La Normalizzazione degli aggregati economici

Nella prima fase del processo valutativo sono stati sottoposti a revisione e normalizzazione tutti i valori contabili economici e patrimoniali.

Il presente paragrafo si riferisce alla normalizzazione economica, e consiste nel depurare il Risultato d'esercizio (o il M.O.L. o il N.o.p.a.t.) da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore dei risultati economici medio-ordinari sia storici che prospettici.

Sono stati oggetto di riallineamento:

- I componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati eliminati, in quanto per la loro natura casuale e disconnessa dall'attività tipica aziendale, non sono assumibili in questa analisi, per la determinazione della redditività aziendale.
- I componenti di reddito afferenti ai capitali accessori, quali i dividendi.
- I componenti non inerenti alla produzione di reddito.
- Gli effetti delle **politiche di bilancio** o di voci di natura meramente fiscale: è stata rivista ogni fondamentale stima di bilancio (ammortamenti, magazzino, fondi e riserve ecc.), ed è stato eliminato ogni intervento riduttivo o incrementativo dell'imponibile per fini tributari e/o strategici.
- Rideterminazione delle imposte di competenza.





Al fine di rispondere agli obiettivi sopra esposti è stato attentamente esaminato il conto economico analitico dell'azienda relativo agli esercizi 2016, 2017 e 2018 osservando quanto segue:

- negli esercizi 2016 e 2017 la società ha effettuato alcuni accantonamenti al fondo svalutazione crediti che sembrano effettuati nei limiti previsti dalla normativa fiscale
- tutti gli esercizi sono influenzati, in maniera più o meno importante, da componenti non ripetibili quali
  - rimborși assicurativi
  - sopravvenienze attive e/o passive
- inoltre, in ossequio ai PIV, il risultato economico è stato depurato dei dividendi percepiti medio tempore per effetto della partecipazione in Unifarm.

Si riporta di seguito il risultato di tale processo, precisando che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione di componenti reddituali estranei alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura non ordinaria. Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'esercizio al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota Ires pari al 24% ed un'aliquota Irap pari al 2,68% ove le poste eliminate abbiano avuto rilevanza ai fini di detta imposta.

Infine, il reddito medio normalizzato prospettico netto viene ricavato attraverso una media aritmetica dei redditi normalizzati netti per tenere conto della loro diversa incidenza sul risultato prospettico.





### Normalizzazione dei Risultati Economici netti civilistici

	31/12/16	31/12/17	31/12/18	2019	2020	2021	2022	2023
<b>RISULTATO D' ESERCIZ. CIVILISTICO</b>	48.141	22.760	2.679	35.429	25.221	34.591	0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti e Accantonamenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche a Valutazioni Compenso direzionale	2.191	0	0	0	0	0	0	0
Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	-9.200	-28.934	-19.741	-17.178	-17.350	-17.523	0	0
Eventi straordinari	-10.901	-28.157	-14.850	-17.178	-17.350	-17.523	0	0
Altro	1.701	-777	-4.891	0	0	0	0	0
<i>ALTRE RETTIFICHE</i>								
Rettifiche Amm.ti per Fenomeno Inflattivo	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>STORNO EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE</i>	2.922	13.742	16.604	4.538	4.467	4.603	0	0
<b>RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO</b>	44.054	7.568	-457	22.789	12.338	21.672	0	0
<i>Correttivo per inflazione</i>	100	98	100	101	102	104	105	106
<b>RISULTATO REALE NORMALIZZATO</b>	44.010	7.651	-457	22.475	11.990	20.719	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	Storico NominaLE	Previsionale	Medio
• RISULTATO NORMALIZZATO	17.068	18.933	17.994





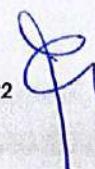
A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **Risultato netto normalizzato** che verrà assunto nella successiva valutazione è pari a € 17.994,00 (diconsi euro diciassettemilanovecentonovantaquattro/00).

### Normalizzazione dei M.O.L. (E.B.I.D.T.A.)

	31/12/1 6	31/12/1 7	31/12/1 8	2019	2020	2021	2022	2023
<b>EBIDTA CIVILISTICO</b>	458.278	454.592	448.367	500.279	503.875	519.012	0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	2.191	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche a Valutazioni di natura fiscale	2.191	0	0	0	0	0	0	0
Compenso direzionale	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	1.701	-777	-4.891	0	0	0	0	0
Altri componenti di reddito non durevoli	1.701	-777	-4.891	0	0	0	0	0
<b>EBITDA NOMINALE</b>								
<b>NORMALIZZATO</b>	462.170	453.815	443.476	500.279	503.875	519.012	0	0
Correzione per Fenomeno Inflattivo	100	98	100	101	102	104	105	106
<b>EBIDTA REALE NORMALIZZATO</b>	461.708	458.769	443.476	493.372	489.675	496.188	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	Storico Nominale	Previsionale	Medio
RISULTATO NORMALIZZATO	453.153	304.633	360.328

A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **M.O.L. normalizzato** che verrà assunto nella successiva valutazione è pari a € 360.328 (diconsi euro trecentosessantamilatrecentoventotto/00)

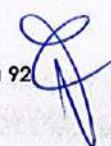




### Normalizzazione dell'E.B.I.T.

	31/12/1 6	31/12/1 7	31/12/1 8	2019	2020	2021	2022	2023
<b>EBIT CIVILISTICO</b>	49.709	32.850	-72	29.880	15.216	27.353	0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	2.191	0	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti e Accantonamenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche a Valutazioni di natura fiscale	2.191	0	0	0	0	0	0	0
Compenso direzionale	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	1.701	-777	-4.891	0	0	0	0	0
Retro	1.701	-777	-4.891	0	0	0	0	0
Rettifiche Amm.ti per Fenomeno Inflattivo	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT NORMALIZZATO LORDO</b>	53.601	32.073	-4.963	29.880	15.216	27.353	0	0
Imposte su Ebit normalizz.	12.597	15.233	0	7.894	3.917	7.186	0	0
<b>EBID NORMALIZZATO NETTO NOMINALE</b>	41.003	16.839	-4.963	21.986	11.298	20.167	0	0
Correzione per Fenomeno Inflattivo	100	98	100	101	102	104	105	106
<b>EBID NORMALIZZATO NETTO REALE</b>	40.962	17.023	-4.963	21.682	10.980	19.280	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	Storico	Previsionale	Medio
	Nominale		
RISULTATO NORMALIZZATO	17.626	10.690	13.291





A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **E.B.I.T.. normalizzato** che verrà assunto nella successiva valutazione è pari a € 13.291,00 (diconsi euro tredicimiladuecentonovantuno/00).

### 3.5 Revisione dei valori patrimoniali al Fair Value

Rispetto ai dati risultanti in bilancio si propongono alcune modeste rettifiche improntate al criterio di prudenza ed in particolare:

Immobilizzazioni immateriali: si propone lo stralcio dei costi di sviluppo e delle licenze software che risultano in un'ottica prudenziale prive di qualsiasi valore economico futuro nell'ottica della valutazione in corso.

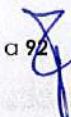
Si propone invece di confermare il valore delle migliorie di terzi in quanto:

- da una parte il loro valore, in caso di continuazione della gestione da parte di AMR della gestione soste, risulta recuperabile attraverso la normale attività (così come ampiamente evidenziato dal conto economico settoriale illustrato nel bilancio d'esercizio)
- dall'altra in uno scenario "peggiore" di interruzione della gestione, si tratta di attività svolte su beni in concessione che il nuovo gestore dovrebbe sicuramente riconoscere ad AMR a ristorno del danno emergente.

Immobilizzazioni finanziarie: esaminato l'andamento economico si propone lo stralcio integrale della partecipazione nel Consorzio Park Sharing iscritta al costo di euro 5.000,00.

Crediti: si propone lo stralcio delle imposte anticipate, anche in questo caso per una questione di mera prudenza in considerazione del fatto che non si dispone di un orizzonte temporale entro il quale l'imposta potrà essere recuperata.

Per quanto riguarda il passivo l'analisi conferma la sua corretta contabilizzazione e l'assenza di passività latenti non manifestate adeguatamente nel bilancio d'esercizio.





Al termine del procedimento di rettifica esposto nel paragrafo precedente, **lo Stato Patrimoniale al Fair Value** risulta pertanto il seguente:

ATTIVITA'	Valore contabile netto	Rettifiche	Fair Value
<b>IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>			
Terreni	3.818.752	0	3.818.752
Immobili Operativi	0	0	0
Beni Mobili Operativi	3.145.289	0	3.145.289
Beni non Operativi	673.463	0	673.463
	0	0	0
<b>IMMOBILIZZ. IMMATERIALI</b>	808.188		716.544
Brevetti, Marchi, Concess. e Software	16.618	-16.618	0
Spese Pubblicitarie	0	0	0
Studi e Ricerche	0	0	0
Sp. Impianto, Avviamento, Altri Costi	791.570	t	716.544
<b>IMMOBILIZZ. FINANZIARIE</b>	107.990		102.990
Partecipazioni - Quote - Titoli	107.990	-5.000	102.990
Mutui e Crediti Finanziari	0	0	0
Altre Attività > 12 mesi	0	0	0
<b>MAGAZZINO</b>	698.536		698.536
Materie Prime e Imballaggi	718.536	-20.000	698.536
Prodotti in Corso di Lav.	0	0	0
Semilavorati	0	0	0
Prodotti Finiti	-20.000	20.000	0
<b>DISPONIBILITA' E LIQUIDITA'</b>	1.792.872		1.775.592
Crediti verso Clienti	503.953	0	503.953
Anticipi Forniture Merci	0	0	0
Anticipi Forniture C/Capitale	0	0	0
Erario Conto/Iva	0	0	0
Crediti Diversi	204.741	-17.280	187.461
Ratei Attivi	0	0	0
Risconti Attivi	36.399	0	36.399
Crediti v/soci per Versamenti	0	0	0
Investimenti a Breve	0	0	0



Banche c/c Attivi	997.575	0	997.575
Cassa	50.204	0	50.204
<b>Totale Attività</b>	<b>7.226.338</b>		<b>7.112.414</b>

PASSIVITA'	Valore contabile	Rettifiche	Fair Value
<b>FONDI RISCHI E SPESE</b>	<b>579.099</b>		<b>579.099</b>
Altri Fondi Spese e Rischi > 12 m.	76.584	0	76.584
Debiti Tributari	0	0	0
Fondo T.F.R.	502.515	0	502.515
<b>DEBITI MEDIO-LUNGO</b>			
<b>TERMINE</b>	<b>0</b>		<b>0</b>
Mutui e Debiti Finanziari	0	0	0
Altri Debiti > 12 mesi	0	0	0
<b>DEBITI CORRENTI</b>	<b>1.689.410</b>		<b>1.689.410</b>
Fornitori Operativi	846.821	0	846.821
Anticipi da Clienti	63.685	0	63.685
Erario Conto Iva	0	0	0
Debiti Diversi - Fornitori			
Vari	702.777	0	702.777
Finanziamenti Vari e c/Anticipi	0	0	0
Ratei Passivi	76.127	0	76.127
Risconti Passivi	0	0	0
Banche c/c Passivi	0	0	0
<b>Totale Passività</b>	<b>7.226.338</b>		<b>7.112.414</b>



	Valore contabile	Rettifiche	Fair Value
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>4.957.829</b>	<b>-113.924</b>	<b>4.871.247</b>

### 3.6 La determinazione del tasso di interesse

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo.

Il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali e patrimoniali rappresenta la componente più critica di ogni valutazione e ne costituisce l'elemento fondamentale.

La sua determinazione è resa difficile dalla soggettività di taluni fattori che il perito fa propri e che devono essere però supportati per quanto possibile da elementi oggettivamente riscontrabili.

La determinazione del tasso di attualizzazione è il frutto di più fattori distinti che tengono conto

- del rendimento che il mercato offre ad un investitore orientato esclusivamente alla sicurezza del capitale evitando qualsiasi rischio di perdita (risk free rate)
- del premio aggiuntivo che deve essere riconosciuto in funzione del rischio paese in cui l'azienda opera (Equity Risk Premium for a Country)
- del premio aggiuntivo che deve essere riconosciuto in funzione dello specifico settore in cui l'azienda opera (Market Risk Premium)
- della ponderazione tra capitale proprio e capitale di terzi riferito all'azienda oggetto di valutazione.

I PIV forniscono una definizione del tasso di attualizzazione al paragrafo I.19.1 secondo i quali "I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare



flussi di cassa (cash flow) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il principio base è che ricevere uno specifico flusso di cassa a una specifica data futura è equivalente a ricevere il valore attuale del flusso di cassa alla data di valutazione".

Nell'operazione di attualizzazione il valore del flusso futuro viene ridotto del suo costo opportunità; più alto è il rischio più il valore attuale dei flussi si abbassa.

In questo modo il tasso applicato premia da una parte il prezzo per il differimento della disponibilità di un flusso dall'altro il premio per il rischio, ovvero che il flusso futuro preventivato possa realizzarsi in maniera diversa dalle aspettative.

#### Il tasso risk free

Questa componente rappresenta il rendimento ritraibile dal capitale investito nell'azienda in attività prive di rischio.

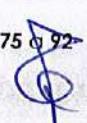
Il tasso privo di rischio si caratterizza per essere determinabile in maniera oggettiva in quanto derivante da una situazione esogena all'azienda e desumibile dall'andamento del mercato finanziario alla data di riferimento della valutazione.

Generalmente il tasso risk free viene determinato sulla base del rendimento di un titolo di stato avente un rating adeguato e una durata temporale comparabile con l'orizzonte temporale sul quale viene svolta l'analisi.

Viene considerato un investimento privo di rischio in quanto si considera assai remoto il rischio di default di uno stato sovrano e conseguentemente il rischio di mancato adempimento del debito, considerato in particolare il potere degli stati sovrani di coniare nuova moneta per far fronte alle proprie obbligazioni.

Nel caso di specie si ritiene di poter utilizzare ai fini del presente elaborato il rendimento dei Buoni Poliennali del Tesoro emessi nell'anno 2018 e avente scadenza massima di tre anni; il dato è stato estrapolato dall'elenco delle aste dei titoli di stato effettuate tra il 2002 e il 2018 disponibile sul sito della Banca d'Italia.

Il tasso medio delle emissioni 2018 con scadenza 2012 è pari all'1,54%





### Il tasso di rischio per l'impresa

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrezionalità è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'analisi.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione sono stati osservati due principi:

- Il principio della sostituibilità dell'investimento: il tasso deve essere confrontabile e in linea con il rendimento di investimento alternativi aventi il medesimo tasso di rischio.
- Il principio della coerenza dei tassi con i flussi di risultato prospettici normalizzati.

Nel rispetto di questi principi, il tasso è stato determinato attraverso il costo medio ponderato del capitale, il **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D + E)} + Kd(1 - t) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

Ke= è il costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (equity)

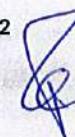
D = indebitamento (Debt)

Kd= costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il costo ponderato del capitale investito medio, è un tasso rappresentativo del costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, mediato in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria.

Per la determinazione del **costo del capitale proprio** (Ke) è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*). Questo modello statistico, esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:



Studio Decaminada STP S.r.l. – 38122 Trento – Viale san Francesco d'Assisi 10



$$E_{(Rj)} = Rf + [E_{(Rm)} - Rf] * \beta j$$

Dove:

Rf = Tasso privo di rischio

**E(Rm)**= Rendimento atteso dell'indice del mercato azionario

**$\beta_j$**  = Coefficiente beta



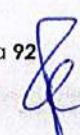
Il tasso privo di rischio, **R<sub>f</sub>**, è stato quantificato nell'1,54% con le modalità esposte nelle pagine precedenti.

Il premio per il rischio **[E(Rm)- Rf]** (*Equity Risk Premium*), viene sinteticamente determinato sommando algebricamente al tasso risk free una maggiorazione che tiene conto del rischio paese in cui l'azienda opera nella prassi denominato *Equity Risk Premium (ERP)*. Si tratta del rendimento aggiuntivo che un investitore richiede al mercato per detenere titoli azionari che contengono naturalmente una componente di rischio rispetto ad assetti che ne sono privi.

Nella prassi l'ERP di ogni paese può essere facilmente rinvenuto attraverso fonti bibliografiche facilmente reperibili ma di assoluto valore oggettivo; in particolare si richiama l'attenzione su due fonti assolutamente attendibili:

- la prima è la base informativa resa dal professor Aswath Damodaran, professore di finanza presso la Stern School of Business della New York University; il professor Damodaran mette a disposizione, in maniera del tutto gratuita tutta una serie di dati utili ai fini delle valutazioni, frutto delle sue analisi e dei suoi studi sui singoli mercati che partono dall'andamento dei mercati finanziari e tengono conto dei rating attribuiti a ciascun paese dalle agenzie specializzate (in particolare Moody's);
  - la seconda è quella messa dal professor Pablo Fernandez che stima l'ERP sulla base del risultato di un questionario che viene annualmente somministrato a circa 20.000 aziende dislocate in tutto il mondo.

Si tratta di base di dati estremamente autorevoli e largamente utilizzate nella pratica professionale benché disponibili gratuitamente.





Alla luce delle conclusioni dei due esperti con riferimento all'anno 2018, si ritiene di poter applicare il valore mediano proposto da Fernandez pari a 6,4%.

Il coefficiente  $\beta$ , infine, misura la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente  $\beta$  può essere visto come il legame fra le determinanti macroeconomiche e microeconomiche del premio per il rischio finanziario, e misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è esogeno (non diversificabile). Il fattore  $\beta$  dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado

di indebitamento, più è alto il rischio).

Inteso Statisticamente, il  $\beta$  è uguale alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato:

$$\beta = \frac{COV_{(R_j R_m)}}{VAR_{(R_m)}}$$

dove:

$\beta$  = il beta dell'azienda

$R_i$  = il rendimento atteso dell'azione

$R_m$  = il rendimento atteso del portafoglio di mercato

Il coefficiente  $\beta$  può assumere i seguenti valori:

Beta >1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato
0 > Beta >-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta
Beta <-1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso





Il coefficiente  $\beta$  può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa. Nel caso in esame, essendo l'azienda non collocata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate comparabili per settore di attività e leva operativa. Si è proceduto alla determinazione del fattore  $\beta$  unlevered, cioè il fattore  $\beta$  depurato dalla struttura finanziaria e che tiene conto solo delle caratteristiche del settore e della leva operativa, ed è stato incrementato di un'adeguata percentuale che includa il maggior rischio da attribuire ad una società con dimensioni non sufficienti per accedere sui mercati finanziari. Successivamente si è considerato l'effetto leva generato dall'indebitamento esistente al termine dei vari esercizi, in modo da pervenire al  $\beta$  levered.

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} * \left\{ 1 + \left[ (1 - T) * \frac{D}{C} \right] \right\}$$

Al fine di determinare il fattore Beta si può fare riferimento

nuovamente ai dati messi a disposizione dal professor Damodaran

alternativamente reperendo il Beta di società quotate in mercati regolamentati che svolgono attività similare a quella oggetto dell'analisi.

Attraverso l'utilizzo di questo fattore si è reperito un Beta di 0,90.

Il  $K_e$  cui si perviene è pertanto pari a 7,30%

**Il costo dell'indebitamento (Kd)**, è stato inteso come il costo di mercato che l'azienda sosterrebbe per ottenere un nuovo finanziamento a medio lungo termine.

La dottrina propone diversi approcci per la stima del costo del capitale facendo riferimento

- in prima battuta al costo del debito sostenuto dall'azienda per l'emissione di titoli obbligazionari o di debito a medio lungo termine
- contratti bancari esistenti: dalla lettura dei bilanci è emerso che AMR ha la possibilità, ricorrendone la necessità, di ricorrere ad anticipazioni di cassa che risultano concesse





alle condizioni spettanti al Comune di Rovereto per operazioni similari applicando un tasso pari all'Euribor 3M maggiorato di un spread dell'1%;

- ad un rating sintetico, che viene determinato sulla base dell'indice di copertura degli oneri finanziari pari al seguente rapporto

EBIT / Interessi passivi

ed esprime la capacità dell'azienda di generare risorse adeguate a coprire gli oneri finanziari derivanti dalle politiche gestionali e di finanziamento attuate.

Dato che il MOL è calcolato al netto degli accantonamenti ai fondi operativi ed al lordo degli ammortamenti, esso è assimilabile al flusso di capitale circolante derivante dalla gestione operativa; di conseguenza questo indice informa sulla quota di risorse derivanti dalla gestione destinate alla remunerazione dei mezzi dei terzi

Nel caso specifico di AMR tale valore assume in via sistematica, in tutti i bilanci esaminati, un valore pari a 0 (zero) che riflette la sostanziale inesistenza di oneri finanziari a bilancio.

Ne consegue che è possibile assegnare ad AMR il massimo rating AAA e pertanto lo spread per il rischio specifico dell'azienda è stimato in un ammontare minimale pari allo 0,75%.

Il **Kd** adottato nel caso in esame è pertanto pari al 2,29 pari al tasso risk maggiorato dello spread associato al rating di AMR:

Per la determinazione dei pesi del costo del capitale proprio e dell'indebitamento, necessari per il calcolo finale del WACC, si è fatto riferimento alla struttura finanziaria (D+E) prospettica come risulta dai piani aziendali approvati. Questa scelta è giustificata dal fatto che il WACC verrà utilizzato per l'attualizzazione di flussi economici o finanziari futuri.

Il calcolo finale del WACC è riassunto nella seguente tabella:





CAPITALE DI TERZI (D)	Costo	Peso	Peso ponderato
Costo Mezzi propri (Ke)	7,30%	61,1%	61,1%
Costo indebitamento (Kd)	2,29%	38,9%	38,9%
<b>W.A.C.C.</b>	-	<b>100,00%</b>	<b>4,77%</b>

### Tasso di inflazione

Il tasso di inflazione è anch'esso un elemento critico che il valutatore deve tenere in considerazione, in quanto rende ancora più incerta la valutazione dell'azienda esaminata.

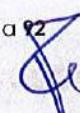
L'utilizzo del tasso di inflazione consente di avere coerenza tra il tasso di sconto utilizzato e i flussi reddituali/finanziari che vengono utilizzati ai fini della valutazione.

Trattando di flussi ad importo nominale, i tassi di sconto utilizzati devono tenere conto di una componente inflattiva, anche se gli attuali saggi di inflazione e quelli previsti nel medio periodo non comportano significative variazioni del saggio di sconto effettivamente applicato.

Per trasformare un tasso di attualizzazione da tasso nominale a tasso reale è possibile utilizzare la formula di Fischer che prevede che il tasso nominale sia pari al tasso reale capitalizzato per il tasso di inflazione e pertanto

$$\bullet i_{(reale)} = \frac{1+i_{(nominale)}}{1+0,5*infl_{(attesa)}} - 1$$

Il tasso di inflazione può essere determinato su base storica o su base prospettica; avvalendosi di quest'ultima determinazione lo scrivente ha acquisito i dati prospettici rinvenuti sul sito della Banca Centrale Europea; per quanto riguarda i dati storici si fa riferimento ai dati comunicati periodicamente dall'ISTAT, ottenendo i seguenti parametri





Anno	Variazione	2018=100
2015		
2016	-0,1	100,1
2017	1,1	98,9
2018	1,1	100,0
2019	1,4	101,4
2020	1,5	102,9
2021	1,6	104,6



### Applicazione di premi e sconti

In considerazione della natura della valutazione e delle caratteristiche peculiari dell'azienda e considerato in particolare che l'operazione per la quale la valutazione viene richiesta non comporta di fatto trasferimento degli assetti proprietari o mutamenti delle maggioranze assembleari, considerate anche le performance aziendali desumibili dall'esame dei bilanci di AMR, si ritiene che non debbano essere applicati premi o sconti sul valore determinato.

## 4. IL PROCESSO VALUTATIVO

### 4.1 L'analisi condotta. Metodo Patrimoniale Misto

Come sopra accennato, è noto che le metodologie per valutare un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri che tengono conto sia dei flussi finanziari, sia del reddito, sia del patrimonio ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di carattere patrimoniale - reddituale.

La presente perizia viene redatta adottando, come metodologia principale di valutazione, il metodo misto (Uec) reddituale patrimoniale con stima autonoma del goodwill. Tale metodo, ancorché giudicato superato da parte di alcuni operatori e di alcuna dottrina aziendalistica, pare ben utilizzabile nel caso in esame poiché consente, da un lato, di dare la giusta enfasi all'elemento patrimoniale, dall'altro, di approcciare la determinazione dell'avviamento con una metodologia correttamente improntata alla prudenza.





#### 4.1.1 La metodologia: Patrimoniale Misto (Uec)

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del capitale economico occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata dalla considerazione delle capacità reddituali prospettiche dell'azienda (attraverso la determinazione del "sovrareddito").

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione patrimoniale misto" è:

*Stima autonoma  
dell'avviamento*

$$V = K + (R - Ki)a_{\neg ni}$$

**V** = è il valore economico dell'azienda

**K** = valore del patrimonio netto rettificato

**R** = è il reddito medio prospettico

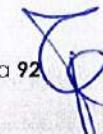
**a<sub>¬</sub>** = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

**i** = è il tasso di valutazione

**i'** = è il tasso di attualizzazione

**n** = è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

Secondo questo approccio, il capitale economico è determinato quale somma algebrica del patrimonio netto rivalutato e del valore di avviamento (positivo o negativo), quest'ultimo configurato attualizzando, per un periodo limitato e ad un tasso appropriato, il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale. L'attualizzazione dei sovraredditi è generalmente limitata nel tempo, poiché è ragionevole pensare che essi non permarranno a lungo; infatti, soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza di sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione dei





sovraredditi attesi. Anche eventuali sottoredditi non potranno permanere a lungo, poiché in caso contrario, risulterebbe snaturata l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei prestatori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. In generale l'orizzonte temporale limitato viene utilizzato nell'ipotesi che la vita dell'impresa sia limitata. Pur tuttavia, nelle valutazioni aziendali dell'ultimo decennio, l'orizzonte temporale è andato aumentando (10 - 20 anni e anche oltre) e talvolta è stata considerata anche una rendita illimitata.

Come sopra motivato, la valutazione si svolge attraverso due distinte fasi:

- a) una valutazione patrimoniale "analitica";
- b) un'autonoma determinazione del valore dell'avviamento.

Quindi, il valore di "K" è il risultato del procedimento di ricostruzione del patrimonio netto aziendale, adeguando i valori contabili a quelli correnti di sostituzione, procedimento già effettuato nel Paragrafo 3.4.

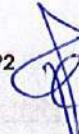
"R" rappresenta invece il reddito durevole attraverso il quale è possibile determinare il valore "V" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso "i" al quale il capitale è stato impiegato. Da un punto di vista matematico-finanziario, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita quasi sempre limitata ad un certo numero di anni, a seconda della probabile durata della capacità dell'azienda di produrre reddito.

La determinazione di "R" e di "i" è già stata effettuata nei specifici **Paragrafi 3.3 e 3.5**, e ha condotto alle seguenti stime:

$$R = 18.394$$

$$i' = 2,29\%$$

Come già spiegato, ai fini del calcolo dell'avviamento non è stato adottato l'intero reddito "R", ma soltanto quella eventuale parte (sovrareddito) che eccede il rendimento normale del capitale netto "K" al tasso "i", come espresso dalla formula **(R - Ki)**. Con tale configurazione di calcolo l'avviamento (*goodwill*) può anche assumere valori negativi (*badwill*). Nel caso in esame "i" è





stato quantificato nel 2,29%, in quanto stima della resa priva di rischio maggiorata dello spread associato al rating aziendale.

“n” rappresenta il numero di anni per i quali si ritiene possano durare le condizioni generatrici del reddito. Tenuto conto di quanto detto in precedenza, due sono le considerazioni che si ritiene sussistano in relazione alla scelta del valore da attribuire a “n”:

1. il fatto che le condizioni generatrici del sovrareddito sono di natura sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire l'azienda in caso di sua cessione non essendo fortemente collegate al gruppo dirigente;
2. il fatto che si ritiene siano sussistenti condizioni che consentono di rivedere il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo.

Pertanto, si può correttamente individuare in 3 anni il periodo attualizzazione dei sovraredditi. Si ritiene di utilizzare lo stesso orizzonte temporale utilizzato per le previsioni prospettiche.

In conclusione, dall'applicazione del metodo Patrimoniale misto si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

<b>METODO PATRIMONIALE MISTO</b>	
<b>A) PATRIMONIO NETTO CORRENTE</b>	€ 4.871.247
<b>B) AVVIAMENTO</b>	(€ 253.313)
Reddito adottato €	18.394
Nr anni (n)	3
Tasso rendimento normale (i)	2,29%
Tasso per attualizzazione (i')	4,77%
<b>A+B = VALORE AZIENDALE</b>	€ 4.617.394





### 3.2 L'analisi condotta. Riscontro con il Metodo Patrimoniale

Il valore generale del capitale economico dell'azienda AMR ROVERETO è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo Patrimoniale, con il quale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio. E' il risultato del procedimento di ricostruzione del patrimonio netto aziendale, ottenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di sostituzione.

Tale metodo di valutazione **non** tiene assolutamente conto della capacità di generare reddito o flussi finanziari. E' stato utilizzato per l'azienda in questione in quanto è prevalente la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero si limita a detenere attività reali o finanziarie. Essendo forse il metodo di valutazione più oggettivo, il grado di rischio per l'investitore, in relazione alla determinazione del corretto valore dell'azienda *target* è minimo: di tale aspetto se ne è tenuto conto nel determinare i tassi di attualizzazione adottati nel caso di specie.

#### 3.2.1 La metodologia: Metodo Patrimoniale

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione patrimoniale semplice", è la seguente:

$$V = k$$

**V** = valore economico dell'azienda

**k** = valore patrimoniale rettificato

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione patrimoniale complesso", è la seguente:

$$V = k + l$$

**V** = valore economico dell'azienda

**k** = valore patrimoniale rettificato

**l** = valore degli elementi immateriali





Per la determinazione sia di "K" che di "I", si veda quanto già dettagliatamente illustrato nel **Paragrafi 3.4**, riguardante la revisione dei valori patrimoniali, già valutati al *fair value*. Pertanto, dall'applicazione del metodo Patrimoniale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO PATRIMONIALE	
<b>ATTIVITA'</b>	€ 7.139.156
Immobilizzazioni Materiali	€ 3.818.752
Immobilizzazioni Immateriali	€ 716.544
Immobilizzazioni Finanziarie	€ 102.990
Magazzino	€ 698.536
Disponibilità e liquidità	€ 1.775.592
Ratei e risconti	€ 27.342
<b>PASSIVITA'</b>	€ 4.871.247
Fondi rischi e spese	€ 76.584
Debiti a M/L	€ 502.515
Debiti correnti	€ 1.689.410
<b>VALORE AZIENDALE</b>	€ 4.871.247

#### 4.3 L'analisi condotta. Riscontro con il Metodo dei Multipli

Il valore generale dell'azienda AMR ROVERETO è stato riscontrato attraverso l'utilizzo del metodo dei multipli. Tale metodo, pur non potendosi considerare una vera e propria valutazione del capitale economico, è tuttavia molto spesso utilizzata nella prassi per la definizione del valore economico di impresa.

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

Oltre al processo **valutativo assoluto**, basato cioè su modelli e formule, sviluppato nel capitolo precedente, è stata sviluppata anche una **valutazione relativa**, basata sui moltiplicatori.





Le due diverse metodologie di valutazione possono fisiologicamente condurre a risultati differenti, ma ciò è da ritenersi accettabile solo entro determinati *range*. Divergenze molto ampie possono quindi mettere in discussione tutto l'intero processo valutativo svolto.

In questa ottica, l'analisi valutativa svolta attraverso i Multipli, rappresenta parte essenziale di confronto di ogni processo valutativo.

Nel caso di valutazione di una società non quotata, possono essere applicati i parametri estrapolati dall'analisi di società quotate (o comunque largamente negoziate) operanti nel medesimo settore o in settori affini ed aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti similari a quelli attesi, e parità di rischio.

Si può fare riferimento sia alle quotazioni del mercato borsistico ufficiale, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di *M&A*. In tale secondo caso, affinché il prezzo preso a riferimento sia idoneo, occorrerà depurarlo da eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza.

In sintesi, vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

In genere, per il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile, ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei valori medi del campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore significatività all'interno del campione stesso.

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda, o un campione di aziende, comparabili, possono essere riassunte in:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione analoga
- struttura del capitale e rischio finanziario simile





- stadio di vita affine

Il multiplo in genere viene calcolato sulle grandezze esaminate riferite all'ultimo esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti è preferibile attribuire loro un peso ponderato diverso.

### 3.2.1 La metodologia: il Metodo dei Multipli

Nella valutazione si è fatto riferimento a Multipli riferiti al valore complessivo aziendale (*Enterprise Value*: capitale di rischio + debiti finanziari):

- Multiplo del Margine operativo lordo, detto anche **EV/EBITDA**
- Multiplo del Fatturato, detto anche **EV/Sales**, in assenza di piani di crescita dell'azienda, il multiplo EV/Sales lo si può esprimere con la formula:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{ROS * (1 - t_c)}{w. a. c. c.}$$



Si ritiene di poter utilizzare la media ponderata di tali parametri quando prevalenza al secondo indice.

Quindi tale multiplo dipende dall'indice di redditività delle vendite, che è uno dei più immediati indicatori di performance dell'impresa. In caso di crescita, al WACC occorre togliere "g" (il tasso di crescita), e tenere presente sia dell'effetto degli investimenti in capitale fisso che dell'aumento del capitale circolante.

Dall'applicazione del metodo dei Multipli si perviene ad un valore ponderato di euro 4.434.541.

La valutazione relativa svolta attraverso il confronto con i multipli, può presentare alcune distorsioni. Il mercato finanziario esprime la valutazione relativa, sull'apprezzamento di società comparabili, in base a multipli differenziati. Le valutazioni riferite a multipli medi di settore, possono risentire di distorsioni generate da varianze elevate. Spesso infatti le medie comprendono multipli molto dispersi tra loro, riferiti ad aziende spesso troppo differenti.





Valutare le imprese esclusivamente sulla base di questi multipli medi, può portare a valutazioni che sopravalutano le imprese scadenti e sottovalutano le imprese *best practice*. Nesso centrale dell'analisi relativa è il "paradigma di mercati finanziari", ovvero l'insieme di relazioni e principi, variabili nel tempo, secondo i quali i mercati finanziari si muovono e che di conseguenza influenzano le quotazioni. In pratica, serve per mettere in luce la prospettiva secondo la quale gli investitori mettono in atto le loro logiche operative, in continuo confronto con diverse opportunità a parità di rischio che si traducono in acquisti e vendite di partecipazioni azionarie. Conosciute le variabili fondamentali che spiegano il livello dei multipli, è possibile identificare il multiplo più significativo da assumere per la valutazione. Ad esempio, in determinati settori, il parametro principale può essere considerato il ROE e così via. Utilizzare il paradigma, significa apprezzare le diversità dell'azienda *target* sulla base degli aspetti ai quali gli investitori rivolgono maggior interesse, ed utilizzare esclusivamente i multipli di cui si comprendono gli scarti relativi

## 5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

### 5.1 Il calcolo del valore generale



Il valore generale del capitale economico è stato calcolato come media ponderata tra il valore ottenuto con il metodo Misto UEC (ponderazione del 60%) e quello determinato con i metodi di controllo (ponderati complessivamente al 40%).

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, si ritiene che il valore generale attribuibile al capitale economico della società AMR ROVERETO alla data del **31/12/2018** possa essere determinato in **€ 4.600.000,00 (quattromilioniseicentomila/00)**.

La valutazione si riferisce al 31/12/2018; successivamente a tale data il sottoscritto ha potuto constatare come non siano intervenuti fatti o eventi interni o esterni all'impresa che inducano a modificare le conclusioni cui si è pervenuto.





La sintesi dei risultati ottenuti è espressa nella tabella seguente:

<b>VALUTAZIONE DELL'AZIENDA AMR ROVERETO</b>		
<b>VALUTAZIONE AZIENDALE</b>	<b>DEL COMPLESSO</b>	<b>€</b>
METODO 1: MISTO UEC		4.617.934
Ponderazione: 60%		
METODO 2: PATRIMONIALE PURO		4.871.247
Ponderazione: 20%		
METODO 3: MULTIPLI		4.434.541
Ponderazione: 20%		
<b>VALUTAZIONE FINALE</b>		<b>€ 4.631.918</b>
<b>Arrotondati</b>		<b>€ 4.600.000</b>

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il sottoscritto Paolo Decaminada attesta ai sensi dell'art. 2465 C.C. che il valore generale dell'attivo e del passivo della AZIENDA MULTISERVIZI ROVERETO al 31/12/2018 è stimato in € 4.600.000,00 (quattromilioniseicentomila/00).

Ai sensi dell'art. 2465 C.C. lo scrivente attesta altresì che il valore stimato è almeno pari al valore che si intende attribuire al capitale sociale e all'eventuale sovrapprezzo della costituenda società.

\*\*\* \*\*\* \*\*\*





### ATTESTAZIONE (conforme alla Standard Rule 10-3)

Il perito estimatore, sottoscrittore della presente perizia estimativa, attesta che:

- le dichiarazioni contenute nella relazione sono vere e corrette;
- le analisi, opinioni e conclusioni illustrate sono limitate esclusivamente dalle assunzioni e dalle condizioni limitatrici indicate nella relazione, e sono personali del redattore, imparziali e obiettive analisi, opinioni e conclusioni professionali;
- non ha interessi attuali o futuri circa la proprietà che è oggetto della relazione, e non ha interessi personali relativamente alle parti coinvolte;
- non ha pregiudizi circa la proprietà oggetto della relazione o circa le parti coinvolte con l'incarico;
- l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore che favoriscano la causa del cliente, l'ammontare dell'opinione di valore, il raggiungimento di un risultato prestabilito, o la comparsa di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione;
- la presente relazione è stata predisposta con la collaborazione professionale del dottor Luciano Iuni, dottore commercialista esperto contabile e revisore legale iscritto all'Albo di Trento

Trento li 29/06/2019



Padre Iuni