

Parere professionale sul valore economico attribuibile al ramo idroelettrico della società “Impianti Agno S.r.l.”



Dott. Prof. Paolo Farinon

Vicenza, maggio 2021



Paolo Farinon

Indice sommario

Premessa	3
Commento alle voci dell'attivo e passivo patrimoniale	3
Dotazione patrimoniale ed investimenti.....	4
La scelta del metodo di valutazione.....	6
Il metodo di valutazione adottato.....	6
Determinazione del WACC.....	7
Le ipotesi sottostanti il conto economico prospettico del ramo idroelettrico.....	9
Il valore economico del ramo d'azienda idroelettrico	9
Il valore economico dell'area ex fungaia presso la centrale Marchesini.....	12
Documentazione esaminata.....	12
Limitazioni	12
Allegato	12

Premessa

Il sottoscritto Dott. Prof. Paolo Farinon, Dottore di Ricerca e Professore Aggregato di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Verona, titolare dell'insegnamento di "Tecnica e Prassi Professionale" nell'ambito del Corso di Laurea Magistrale in "Economia e Legislazione d'Impresa" tenuto presso la medesima università, dottore commercialista in Vicenza con studio alla Via Cengio n. 32, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Vicenza al n. 1207/A ed al Registro dei Revisori Contabili al n. 22.652, è stato incaricato dalla società "Impianti Agno S.r.l." (di seguito anche la "Società"), di aggiornare, alla data del 31 dicembre 2020, il parere professionale espresso nel marzo 2020 ("Parere Originario") sul valore economico attribuibile alla Società, limitatamente, tuttavia, al ramo d'azienda idroelettrico ed all'area ex fungaia presso la centrale Marchesini.

Si rinvia al Parere Originario per quanto descritto relativamente al profilo della Società ed alla compagine societaria.

Commento alle voci dell'attivo e passivo patrimoniale

Sulla base della situazione contabile al 31 dicembre 2020, la situazione patrimoniale della Società può essere così sinteticamente rappresentata:

Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2020	
<i>Valori in €</i>	
Immobilizzazioni immateriali	7.079
Immobilizzazioni materiali	17.607.568
Crediti commerciali, tributari e diversi	485.639
Disponibilità liquide	6.229.435
Totale attività	24.329.721
Trattamento di fine rapporto	1.885
Debiti verso banche	142.674
Debiti commerciali	79.280
Altri debiti	21.401
Totale passività	245.240
Patrimonio netto	24.084.481

Le immobilizzazioni immateriali sono costituite da miglorie su beni di terzi.

Le immobilizzazioni materiali sono rappresentate, principalmente, dagli impianti di acquedotto, fognatura e depurazione (€ 13.383.749), dalle centrali idroelettriche (€ 3.508.325) e da immobili (€ 705.310), oggetto di descrizione nel successivo paragrafo.

Al 31 dicembre 2020 i crediti verso clienti sono pari ad € 391.194, mentre i crediti tributari ammontano ad € 64.694, di cui € 36.043 per IVA; si precisa, inoltre, che la situazione patrimoniale non include il calcolo delle imposte correnti e differite per il periodo d'imposta 2020.

Le disponibilità liquide sono rappresentate dalle somme in deposito presso i conti correnti accesi con Banca Alto Vicentino e Banca Intesa San Paolo.

I debiti verso banche, pari ad € 142.674, sono rappresentati dal debito residuo di due mutui contratti con Cassa Depositi e Prestiti. Le altre passività sono rappresentate prevalentemente da debiti commerciali e diversi per complessivi € 100.681.



Paolo Farinon

Il patrimonio netto, pari ad € 24.084.481, è diminuito di € 90.555 per la perdita dell'esercizio 2020, causata principalmente da minor ricavi per la vendita di energia elettrica e incentivi GRIN (-€ 201.398 rispetto al 2019) e da alcuni costi non ricorrenti per consulenze e manutenzioni.

Dotazione patrimoniale ed investimenti

Come in precedenza accennato, il capitale tangibile fisso aziendale ammonta al 31 dicembre 2020 ad € 17.607.569, come dettagliato nella seguente tabella:

Tipologia	Importo
Acquedotti e rete fognaria	13.383.749
Centrali idroelettriche	3.508.325
Immobili	705.310
Altri beni	10.184
Capitale fisso tangibile	17.607.569

Acquedotti e rete fognaria

Impianti Agno S.r.l. è proprietaria degli impianti di acquedotto, fognatura e depurazione dell'ex Consorzio Servizi Integrati della Valle dell'Agno e, a seguito della fusione per incorporazione di Impianti Leogra S.r.l., degli impianti di acquedotto, fognatura e depurazione da questa detenuti, nonché da reti ed impianti realizzati o in corso di realizzazione su beni dei Comuni Soci.

I suddetti impianti sono concessi in locazione alla "Viacqua S.p.A.", in forza di un contratto sottoscritto in data 22 ottobre 2018 e con scadenza, senza necessità di preventiva disdetta, 31 dicembre 2026. Il canone annuo di locazione è pari agli ammortamenti sui beni oggetto di locazione riconosciuti quali componenti tariffarie dal competente ente d'Ambito e soggetti a variazione in seguito a decisione dell'Ente d'Ambito e/o dell'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (ARERA).

A fronte di un valore netto contabile degli impianti di € 13.383.749 il ricavo per canone di locazione è stato, relativamente al 2020, di € 259.167 (1,94%).

Va precisato che i beni produttivi concessi in locazione a Viacqua S.p.A. non sono alienabili da parte della Società; tra essi rientra anche l'immobile sito a Isola Vicentina, acquisito in seguito all'incorporazione di Impianti Leogra S.r.l..

Centrali idroelettriche

Gli investimenti intrapresi dalla Società, oltre ai lavori di completamento dell'acquedotto consortile della valle dell'Agno, si sono indirizzati verso iniziative di recupero di fonti di energie rinnovabili nella Vallata dell'Agno, acquisendo nel 2004 la centrale idroelettrica "Montagna Spaccata", nel 2005 la Centrale idroelettrica "Marchesini" nonché realizzando, negli anni successivi, nuove centrali installate su condotte acquedottistiche che alimentano le reti consortili e comunali della Vallata dell'Agno.

A fronte di un valore netto contabile delle centrali idroelettriche di € 3.508.325, i ricavi per la vendita di energia elettrica e GRIN (ex certificati verdi) sono stati, nel 2020, di € 516.299 (19,47%).

Si rinvia al Parere Originario per la descrizione degli impianti idroelettrici di proprietà della Società.

Nel seguente prospetto si riassumono, per ogni centrale, le date di scadenza delle concessioni di derivazione e della tariffa incentivante:

Centrale	Data scadenza concessione	Data scadenza tariffa incentivante
Marchesini - Valdagno	dicembre 2042	aprile 2028
Agno - Valdagno	marzo 2018	luglio 2026
Parlati - Recoaro Terme	marzo 2018	agosto 2026
Montagna Spaccata - Recoaro Terme	settembre 2017	luglio 2036
Torrazzo - Recoaro Terme	marzo 2018	marzo 2019
Sigolara - Recoaro Terme	marzo 2018	novembre 2028



Ad eccezione della convenzione di derivazione acque della Centrale Marchesini di Valdagno, tutte le altre convenzioni sono scadute. La Società ha presentato domanda di rinnovo al Genio Civile di Vicenza nei tempi stabiliti.

Immobili

Gli immobili di proprietà della Società sono costituiti da:

- il fabbricato industriale ex Leogra, iscritto ad un valore netto contabile di € 554.915 al 31 dicembre 2020; tale immobile non è alienabile, allo stesso modo degli impianti di acquedotto e fognatura;
- la sala conferenze presso la centrale Marchesini, utilizzata, principalmente, per convegni con le scuole (valore netto al 31 dicembre 2020 di € 49.459);
- l'area ex fungaia presso la centrale Marchesini, iscritta ad un valore netto contabile di € 100.936.

Per quanto concerne, in particolare, l'area di cui al punto c), la stessa, secondo quanto riferitoci dalla Società, non ha un valore di mercato, anche in considerazione dei lavori di bonifica che dovrebbero essere effettuati. A tale proposito, si precisa che non sono previste, comunque, uscite monetarie in capo alla Impianti Agno S.r.l. per lavori di bonifica che dovessero essere effettuati: ciò in quanto non vi è un obbligo giuridico a sostenere i costi della bonifica da parte del soggetto che non ha causato l'inquinamento, dovendo lo stesso concorrere al costo al limite entro il valore del bene. In effetti, il Consiglio di Stato sez. VI, nella pronuncia del 25/01/2018, n. 502, precisa che «... il soggetto proprietario che non ha prodotto né autonomamente né in concorso l'inquinamento del sito non risponde degli oneri di bonifica per il solo fatto d'essere proprietario ma sussiste in capo allo stesso una responsabilità di natura patrimoniale limitatamente al valore del sito a seguito degli interventi di ripristino posti in essere dall'Autorità competente».

Sulla base di quanto sopra e della circostanza che la valutazione della società si basa su una metodologia "finanziaria", i lavori di bonifica che dovessero essere effettuati per effetto delle decisioni delle Autorità competenti non inciderebbero, comunque, sul valore attribuito alla Società. Si precisa, per altro, ad ogni buon conto, che la Impianti Agno S.r.l. ha proceduto a proporre contenzioso richiedendo la risoluzione del decreto di trasferimento del bene al fine di "restituire" il bene alla procedura esecutiva; come riferito dai legali della società, interpellati al riguardo, si tratta, tuttavia, di azione particolarmente complessa e la cui proponibilità andrà anche valutata alla luce della perizia definitiva del geologo, nella quale saranno indicati i costi complessivi presunti per le opere di bonifica. Si precisa che nel contenzioso è stata anche richiesta la diminuzione del valore di compravendita del terreno, stante il "vizio" dovuto all'inquinamento (cd. azione "quantum minoris"). Quindi, l'esito del contenzioso potrebbe comportare che la proprietà del bene rimarrà alla Impianti Agno S.r.l. che potrebbe vedersi restituita una parte del prezzo nella misura di quanto risulta oggi ancora "nell'attivo" e cioè nella misura di quanto non ancora distribuito agli altri creditori (la somma rimasta è indicativamente di € 70.000).

Paolo Farinon



La scelta del metodo di valutazione

Benché la dottrina abbia sviluppato nel tempo varie metodologie di valutazione, i metodi più applicati e noti sono, a tutt'oggi, quelli riconducibili alle valutazioni dei flussi reddituali e finanziari.

In entrambi i casi, l'approccio estimativo può essere di tipo *equity side*, qualora l'intenzione sia calcolare il valore netto di un investimento, dopo aver remunerato anche l'eventuale capitale preso a prestito da terzi, o di tipo *asset side*, quando il principale obiettivo è la stima del valore prodotto dal rendimento dell'investimento, al lordo della remunerazione richiesta dai vari finanziatori.

Le valutazioni reddituali

Le valutazioni reddituali si basano sull'attualizzazione di flussi economici. L'approccio estimativo, come segnalato, può essere di tipo *asset side* o *equity side*; il valutatore si troverà così ad utilizzare, rispettivamente, flussi prospettici di reddito operativo netto piuttosto che flussi di reddito netto. Generalmente, seguendo anche le indicazioni contenute nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), le valutazioni reddituali seguono un approccio *equity side*, con ciò non escludendo la possibilità e la correttezza dell'approccio alternativo.

Gli standard di valutazione delineano il contesto preferibile di applicazione del metodo reddituale alle situazioni aziendali stabilizzate. I flussi reddituali, costruiti in ottemperanza al principio di competenza economica, sono ritenuti più idonei ad esprimere un risultato di performance aziendale (distribuendo per esempio negli anni, in base alla loro vita utile, l'impatto degli investimenti aziendali). I PIV affermano, inoltre, che, in condizioni di stabilità gestionale – caratterizzate da fisiologiche, e/o cicliche, fasi di investimento e da risultati sostanzialmente stabili – le valutazioni reddituali sono senz'altro applicabili “senza alcun limite”.

Viceversa, in situazioni aziendali mutevoli, con flussi maggiormente variabili e condizionati da consistenti variazioni delle voci patrimoniali, i PIV esprimono preferenza per altre metodologie, tra cui, in particolare, il *Discounted Cash Flow (DCF)*.

Le valutazioni finanziarie

Quando l'oggetto di valutazione non presenta quelle caratteristiche di stabilità organizzativa ed economica descritte in precedenza, i PIV propendono per l'applicazione di metodi finanziari. In tali circostanze, l'orizzonte temporale di valutazione è generalmente suddiviso in almeno due periodi per i quali si procede con stime autonome:

1) il primo, più prossimo alla data di stima, è caratterizzato da una possibile e accentuata variabilità dei flussi periodali. Il periodo, spesso corrispondente temporalmente al piano industriale aziendale, risente dell'implementazione di interventi volti a migliorare le condizioni di impresa.

2) il secondo, più lontano rispetto alla data di valutazione, inizia quando l'azienda ha raggiunto una certa continuità e ripetibilità dei flussi finanziari, ossia quando è stato raggiunto uno stabile equilibrio anche in termini di risultati. L'obiettivo del valutatore diventa stimare un flusso finanziario a regime, da cui far derivare il valore terminale dell'azienda (o del ramo considerato).

Il metodo di valutazione adottato

Come evidenziato anche nel Parere Originario, l'attività della Società genera flussi finanziari stabili, sostanzialmente pari al flusso reddituale di EBITDA (inteso come differenza tra Valore della produzione e Costi della produzione ad esclusione della voce B.9 Ammortamenti e svalutazioni), rettificato marginalmente dai flussi derivanti dalla gestione del capitale circolante netto, dall'attività di investimento e dalla gestione finanziaria, in quanto:

- le manutenzioni ordinarie e straordinarie sui beni afferenti il S.I.I. sono interamente a carico del gestore (Viacqua S.p.A.), che programma gli investimenti secondo il piano d'ambito approvato dal Consiglio di Bacino Bacchiglione, mentre le attività di manutenzione ordinaria delle centrali idroelettriche

permettono di mantenerle in efficienza produttiva senza la necessità di interventi straordinari, come evidenziato anche dagli investimenti effettuati nei recenti esercizi;

- sussiste una limitata variabilità del capitale circolante netto, dovuta alla presenza di un numero ristretto di clienti con saldi sostanzialmente stabili (GSE S.p.A. destinatario della cessione dell'energia elettrica prodotta dalle sei centrali idroelettriche e Viacqua S.p.A. che corrisponde il canone di utilizzo degli impianti afferenti il S.I.I.), non sono presenti giacenze di magazzino ed il valore delle altre voci di credito e debito operativi è trascurabile;
- la posizione finanziaria netta è ampiamente positiva e flussi in uscita per il rimborso dei residui finanziamenti si esauriscono nel 2022.

D'altro lato, si osserva come il risultato economico d'esercizio sia impattato in misura rilevante dagli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali con un conseguente significativo *gap* tra il risultato economico rappresentativo dei flussi di cassa (EBITDA) e il risultato economico netto. Ne deriva che, rispetto allo scenario ordinario in cui ammortamenti ed investimenti tendono ad equivalersi nel medio/lungo periodo, nel caso specifico di Impianti Agno S.r.l. questo non accade. Pertanto, pur in presenza di una situazione aziendale stabilizzata, ed in continuità con il Parere Originario, il metodo di valutazione che si ritiene più adatto ad esprimere il valore economico della Società è quello di matrice "finanziaria".

I flussi di cassa generati e assorbiti dalla Società sono riferibili a due distinte linee di business:

- la locazione degli impianti del S.I.I. a Viacqua S.p.A., che genera un flusso reddituale e finanziario pari al canone definito nel contratto di affitto del 22 ottobre 2018, al netto di una quota di costi fissi generali e amministrativi;
- la gestione delle centrali idroelettriche di proprietà, da cui deriva un flusso reddituale e finanziario corrispondente ai ricavi della vendita dell'energia elettrica a GSE S.p.A., al netto dei costi diretti e di una quota parte dei costi comuni generali e amministrativi.

Come precisato in premessa, il presente parere ha ad oggetto l'aggiornamento della valutazione unicamente dell'area ex fungaia presso la centrale Marchesini e del ramo afferente alla gestione delle centrali idroelettriche, senza considerare le disponibilità liquide nette della società alla data del 31 dicembre 2020, pari ad € 6.229.435.

Ciò premesso, e avendo seguito un approccio *asset side*, il valore economico del ramo aziendale idroelettrico è pari al valore attuale dei flussi di cassa liberi generati dal ramo medesimo nell'arco temporale considerato.

La formula che esprime il valore economico del ramo d'azienda idroelettrico è la seguente:

$$W = \sum_{j=1}^n \frac{FCF_j^{ID}}{(1 + wacc^{ID})^j}$$

Dove:

W = valore del ramo idroelettrico

n = numero di anni di orizzonte temporale dei flussi di cassa del ramo idroelettrico

FCF_j^{ID} = flusso monetario operativo del ramo idroelettrico dell'anno j

$wacc^{ID}$ = tasso di attualizzazione del ramo idroelettrico, pari al costo medio ponderato del capitale

Determinazione del WACC

È stato effettuato un aggiornamento del calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC), applicando la medesima metodologia del Parere Originario.

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi finanziari è stato determinato utilizzando le seguenti assunzioni:



Paolo Farinon

Tasso privo di rischio (Risk Free Rate): è stato preso come riferimento il tasso di rendimento dei titoli di stato ventennali relativi al mercato italiano in cui la società opera, espresso da un indice sintetico che incorpora le aspettative di inflazione nell'arco temporale coerente con l'orizzonte temporale di valutazione, inclusivo del rischio paese. Il rendimento medio dei titoli ventennali è stato misurato su un periodo di 12 mesi compresi tra il 1° marzo 2020 e il 28 febbraio 2021 al fine di attenuarne le oscillazioni subite per effetto sia della pandemia COVID-19 che delle misure di espansione monetaria messe in atto dalle banche centrali. La scadenza dei titoli è coerente con l'orizzonte temporale in cui si sviluppano i flussi di cassa oggetto di valutazione, come più ampiamente descritto successivamente.

Premio di mercato (Market Risk Premium): misura il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per spostare il loro denaro da un investimento privo di rischio ad uno di media rischio, quale, ad esempio, un investimento azionario. Avendo già incluso il rischio paese nella determinazione del Tasso privo di rischio, il Premio di mercato è stato determinato prendendo a riferimento la media da aprile 2020 a marzo 2021 dell'“Equity Risk Premium” determinato dal Prof. Damodaran ⁽¹⁾ con riferimento ai paesi aventi come *rating* AAA.

Beta unlevered: esprime il rischio sistematico di un'attività finanziaria rispetto al portafoglio di mercato. Considerato che la Società non è quotata, è stato fatto riferimento al beta medio del settore Green & Renewable Energy per il ramo idroelettrico, utilizzando i dati pubblicati dal Prof. Damodaran nell'ultimo aggiornamento del 5 gennaio 2021. Il beta medio di settore misura sostanzialmente il livello di rischio del settore/mercato in cui opera la Società.

Struttura del debito (D/E): riflette la struttura debito/capitale della Società al 31 dicembre 2020 che, essendo caratterizzata da una posizione finanziaria netta attiva, si sostanzia nel finanziamento del capitale investito unicamente con fonti di capitale proprio.

Premio per il rischio del settore (Business risk premium): tale componente è rappresentativa del rischio insito nelle previsioni del conto economico utilizzato per la stima del flusso di cassa normalizzato. Si riferisce, in particolare, al rischio di variabilità della produzione idroelettrica dovuto a fenomeni atmosferici quali:

- variazioni della piovosità e della conseguente ricarica delle falde;
- variazioni della capacità di derivazione dell'acqua;
- potenziali fermi tecnici per problemi agli impianti.

Costo del debito: data la situazione di posizione finanziaria netta attiva, non è stato determinato e, pertanto, il WACC corrisponde al costo opportunità del capitale proprio.

Viene di seguito illustrato il calcolo del WACC a partire dalle grandezze appena descritte.

Risk free Rate	1,60%
Market Risk Premium	5,04%
Beta levered	0,89
D/E ratio	0%
Business risk premium	2,00%
Cost of equity / WACC	8,10%

⁽¹⁾ Il Prof. Aswath Damodaran insegna Finanza alla New York University ed uno dei massimi esperti mondiali nel campo della valutazione delle aziende; è autore di una banca dati che costituisce un punto di riferimento nel mondo della valutazione aziendale.



Le ipotesi sottostanti il conto economico prospettico del ramo idroelettrico

La Società ha aggiornato la previsione effettuata lo scorso anno dei ricavi generati dalla cessione di energia elettrica per gli esercizi dal 2021 al 2036. Tale previsione si basa, da un lato, sul volume di produzione pari alla media storica dell'energia prodotta da ciascuna centrale e, dall'altro, sul prezzo medio di vendita pari al prezzo incentivato, fino al termine del periodo di incentivazione di ciascun impianto e, successivamente, sul prezzo medio dell'energia nel 2020.

Sulla base dei suddetti dati lo scrivente ha elaborato i conti economici prospettici del ramo idroelettrico che sono stati condivisi ed esaminati con la direzione della Società al fine di validarne la coerenza e ragionevolezza, prima di proseguire nel processo valutativo.

Il piano economico del ramo idroelettrico è stato sviluppato fino al 2042, esercizio in cui termina la vita utile dei principali impianti di tale ramo, sulla base delle seguenti ipotesi:

- i ricavi da cessione di energia elettrica corrispondono a quelli previsti dalla Società, con la precisazione che per gli esercizi successivi al 2036 è stato previsto un flusso di ricavi costante pari a quello previsto per tale esercizio;
- i costi di funzionamento, prevalentemente di natura fissa, rappresentati dal costo di manutenzioni, utenze, costi amministrativi e generali, sono stati previsti sulla base della media dei costi sostenuti dalla Società negli esercizi dal 2015 al 2020 ed attribuiti al settore idroelettrico, se specifici, per il loro intero ammontare, ovvero, se comuni con il ramo idrico, per il 90% (percentuale che si ritiene rappresentativa del consumo, da parte del ramo idroelettrico, dei fattori produttivi comuni).
- gli ammortamenti dei cespiti appartenenti al ramo idroelettrico sono calcolati in modo analitico per ciascun esercizio di piano sulla base dei costi storici e dei fondi ammortamento risultanti dal registro dei cespiti ammortizzabili al 31 dicembre 2020;
- gli oneri finanziari sul finanziamento sono stati determinati sulla base dei piani di rimborso ed attribuiti interamente al settore idroelettrico;
- le imposte sono calcolate applicando le aliquote IRES (24%) e IRAP (3,9%) sul risultato ante imposte senza considerare l'iscrizione di imposte anticipate negli esercizi in cui il risultato ante imposte è negativo.

Il valore economico del ramo d'azienda idroelettrico

Sulla base dei conti economici prospettici del periodo 2021-2042 sono stati stimati i flussi di cassa rettificando i NOPAT (*Net operating profit after taxes*):

- del valore degli ammortamenti, stimati sulla base del piano di ammortamento delle immobilizzazioni afferenti il ramo idroelettrico,
- del flusso in uscita per investimenti (importo annuo stimato di € 20.500 per gli investimenti di mantenimento degli assets).

Gli oneri e proventi finanziari sono stati posti pari a 0, volendosi valutare il ramo idroelettrico secondo un approccio *asset side* e, quindi, a prescindere dalla struttura finanziaria. Non sono stati previsti flussi finanziari derivanti dalla gestione del capitale circolante, sulla base dell'ipotesi di invarianza del capitale circolante netto.

L'utilizzo di un orizzonte temporale finito comporta l'esclusione di investimenti di miglioramento e/o allungamento della vita utile degli impianti idroelettrici nell'orizzonte di piano. L'utilizzo di tale ipotesi presuppone, inoltre, che le concessioni di derivazione idrica vengano rinnovate e proseguano fino al 2042 alle medesime condizioni economiche.

I flussi netti sono stati attualizzati applicando il WACC specifico sopra definito (8,10%), come riportato nell'Allegato.

La somma dei flussi di cassa prospettici attualizzati del ramo idroelettrico è pari ad € 1.912.137.

Paolo Farinon



Il seguente prospetto evidenzia il confronto tra la presente valutazione e quella contenuta nel Parere Originario, da cui emerge una diminuzione di € 174.863, imputabile principalmente al fatto che, essendo il periodo di previsione finito, la presente stima ha preso a riferimento un esercizio in meno (il 2020, i cui flussi di cassa si sono trasformati in disponibilità liquide). La riduzione non va pertanto intesa in termini di perdita di valore ma di parziale realizzo del valore del ramo Idroelettrico, che è stato convertito in liquidità.

	Presente parere	Parere originario	Delta	Var. WACC	Var. flussi
Ramo idroelettrico	1.912.137	2.087.000	(174.863)	44.709	(219.572)

Analisi di sensitività

Si riporta di seguito l'analisi di sensitività del valore economico del ramo idroelettrico, costruita ipotizzando variazioni sia del tasso WACC, sia dei flussi di ricavi legati ai fenomeni di variabilità precedentemente descritti.

A titolo esemplificativo, un incremento di 1 punto percentuale del WACC determina una riduzione di € 114 mila del valore del ramo, mentre una variazione in aumento o diminuzione di 5 punti percentuali dei ricavi di cessione dell'energia elettrica (maggiore o minore piovosità o altri fattori che incidono sulla produzione idroelettrica) determina rispettivamente un incremento o una diminuzione di € 231 mila del valore del ramo.

		WACC				
		6,10%	7,10%	8,10%	9,10%	10,10%
Rettifica ricavi E.F.	-10,00%	(275.350)	(373.952)	(462.202)	(541.521)	(613.105)
	-5,00%	(2.469)	(123.323)	(231.101)	(327.626)	(414.429)
	0,00%	270.412	127.306	0	(113.731)	(215.752)
	5,00%	543.293	377.935	231.101	100.164	(17.076)
	10,00%	816.174	628.564	462.202	314.060	181.601

La valutazione sopra effettuata è subordinata all'ipotesi che intervenga il rinnovo delle concessioni di derivazione idrica rilasciate dall'Ufficio Provinciale del Genio Civile fino al 2042, considerando che, ad oggi, le stesse sono scadute, ad eccezione di quella relativa alla centrale Marchesini.

A tale proposito, il sottoscritto ritiene opportuno prendere in esame le possibili conseguenze, in termini di attribuzione del valore, di quanto previsto dalla recente Legge della Regione Veneto del 3 luglio 2020 n. 27, intitolata "Disposizioni in materia di concessioni idrauliche e di derivazioni a scopo idroelettrico".

La citata legge interviene, infatti, anche sulle piccole derivazioni – quali sono, per l'appunto, quelle di Impianti Astico S.r.l. – stabilendo, al 1° comma dell'art. 4, che per "... la prosecuzione dell'esercizio delle grandi e piccole derivazioni a scopo idroelettrico che prevedono un termine di scadenza anteriore al 31 luglio 2024, ivi incluse quelle già scadute, sino alla loro nuova assegnazione e non oltre il 31 luglio 2024, il concessionario è tenuto, ai sensi dell'articolo 26 del Regio decreto n. 1775 del 1933 e dell'articolo 12 del decreto legislativo n. 79 del 1999, a realizzare le mitigazioni ambientali impartite dall'autorità concedente e a mantenere la piena efficienza e il normale sviluppo degli impianti".

In particolare, la norma citata pare introdurre la possibilità, per le concessioni con scadenza anteriore al 31 luglio 2024, ivi incluse quelle già scadute (situazione nella quale si trovano tutte le centrali, con la sola eccezione della Marchesini), che la concessione possa essere assegnata a soggetti terzi, mentre la presente relazione di stima presuppone, come accennato, il loro rinnovo sino al 2042.

Il sottoscritto, pertanto, ha ritenuto di chiedere un parere sui possibili effetti di tale norma all'Avv. Ilaria Conte di Roma (nota per le notevoli competenze in tale settore), la quale, dopo un'ampia disamina volta alla

ricostruzione del substrato normativo su cui si pone la problematica del rinnovo delle concessioni delle (grandi e piccole) derivazioni idroelettriche, osserva quanto segue:

- a) l'obiettivo del citato art. 4 della L.R. n. 27/2020 sembra essere quello di tutelare l'integrità dei beni, c.d. opere bagnate, che ai sensi dell'art. 25 del R.D. 1775/1933 alla scadenza della derivazione passano in proprietà allo Stato (oggi Regione), ossia le opere di raccolta, di regolazione e di derivazione, principali e accessorie, i canali adduttori dell'acqua, le condotte forzate ed i canali di scarico, il tutto in stato di regolare funzionamento;
- b) tale prescrizione ha un senso se riferita alle grandi derivazioni, mentre è fuori contesto per quanto riguarda le piccole derivazioni, dal momento che la disciplina prevista dall'art. 26 del R.D. 1775/1933 e dell'art. 12 del D. Lgs. 79/1999 risulta applicabile esclusivamente alle prime, ovvero alle concessioni idroelettriche aventi una potenza nominale media annua superiore a 3.000 Kw;
- c) la norma in oggetto utilizza il termine di "nuova assegnazione" anche con riferimento alle piccole derivazioni, senza peraltro specificare, né avrebbe potuto farlo dal momento che manca una disciplina nazionale di riferimento, con quale procedimento le concessioni scadute o in scadenza dovrebbero essere riassegnate;
- d) è, comunque, indiscutibile che, in attesa del rinnovo o della "riassegnazione", il titolare della domanda di rinnovo abbia, nel frattempo, il diritto di continuare ad esercitare la derivazione.

Dopo tale considerazioni preliminari, l'Avv. Conte conclude osservando che:

1. non è certo che le piccole derivazioni possano essere rinnovate ai sensi degli artt. 28 e 30 del R.D. 1775/1933, anche se, sin tanto che non sarà adottata dal Legislatore statale una nuova disciplina legislativa delle piccole derivazioni idroelettriche conforme ai tratti delineati dal diritto comunitario, non potranno essere avviate le procedure per la loro "riassegnazione";
2. in ogni caso, il titolare della concessione non perde la proprietà dei beni strumentali all'esercizio della derivazione (tra cui i canali, le condotte forzate, i canali di scarico, oltre ovviamente ai terreni, agli edifici, ai macchinari, alle opere di trasformazione e distribuzione), con la sola eccezione di quelli insistenti nell'alveo e sulle sponde (essenzialmente la "traversa").

Sulla base di quanto sopra illustrato, ai fini della presente valutazione si ritiene che un'eventualità da considerare sia quella, pur con tutte le incertezze appena indicate, che, per le concessioni scadute o con scadenza entro il 31 luglio 2024, le stesse possano essere assegnate, a seguito di gara, a soggetti terzi, diversi dall'attuale concessionario, in quanto non si ritiene plausibile che tale concessioni non vengano né rinnovate né riassegnate *tout court*.

Nel caso in cui quanto sopra ipotizzato si verificasse, risulta evidente come verrebbero a mancare i flussi di cassa determinati in riferimento agli anni successivi all'ipotetica "perdita" della concessione, circostanza che, a parità di altre condizioni, farebbe diminuire il valore attribuito al ramo idroelettrico.

Risulta necessario considerare, tuttavia, che, come sottolineato dall'Avv. Conte, il vecchio concessionario resterebbe comunque proprietario della gran parte delle infrastrutture necessarie per il corretto funzionamento della centrale, che, ragionevolmente, il nuovo concessionario dovrebbe acquisire dal precedente titolare della concessione.

La stima del potenziale valore di tale cessione risulta, tuttavia, assai aleatoria, in quanto non risulta applicabile – essendo limitato al caso delle grandi derivazioni – quanto sancito dal comma 1 dell'art. 12 del D. Lgs. 79/1999, ove è previsto, in casi simili a quello qui affrontato, un indennizzo pari al valore non ammortizzato degli investimenti effettuati dal concessionario.

Si ritiene, per altro, che nel caso in cui le concessioni sopra citate dovessero essere assegnate ad un soggetto diverso da Impianti Agno S.r.l., il valore di realizzo delle infrastrutture trasferite al nuovo concessionario sarebbe in grado di compensare i minori flussi di cassa derivanti dalla perdita della concessione. Di conseguenza, tenuto conto della complessità e delle molteplici incertezze che, sotto svariati profili, caratterizzano la situazione delineata, un abbattimento del valore in precedenza determinato relativamente al ramo idroelettrico risulterebbe



Paolo Farinon

del tutto arbitrario e senza alcun fondamento logico, per cui si conferma in € 1.912.137 il valore attribuito al ramo oggetto di stima.

Si ricorda, infine, che il "valore economico" sopra evidenziato costituisce una configurazione di valore che potrebbe discostarsi, in misura anche significativa, dal "prezzo di mercato", essendo, quest'ultimo, il frutto di una "negoiazione" tra soggetti indipendenti e motivati, che operano in modo informato, e può incorporare componenti che non sono state oggetto di valutazione, quali ad esempio le sinergie che il soggetto acquirente è in grado di ottenere.

Il valore economico dell'area ex fungaia presso la centrale Marchesini

Per quanto concerne l'area ex fungaia presso la centrale Marchesini, si ribadisce quanto già espresso nel Parere Originario, ovvero l'assenza di un valore di mercato.

Tale valutazione si basa sulle seguenti assunzioni:

- 1) che non emergeranno passività in capo ad Impianti Agno S.r.l., per quanto già espresso quanto già espresso sia nel Parere Originario che nelle pagine precedenti;
- 2) che anche qualora l'esito del contenzioso in corso, precedentemente citato, dovesse risolversi positivamente per Impianti Agno S.r.l., tempi e modalità di un eventuale incasso risulterebbero assai difficili da stimare, come confermato, tra l'altro, dai legali che seguono la società.

Documentazione esaminata

Il presente parere valutativo è stato predisposto sulla base della seguente documentazione integrativa rispetto a quella esaminata per l'emissione del Parere Originario:

- bilanci d'esercizio della Impianti Agno S.r.l. al 31 dicembre 2019;
- bilancio di verifica della Impianti Agno S.r.l. al 31 dicembre 2020;
- aggiornamento delle previsioni di fatturato del ramo idroelettrico;
- prospetto calcolo ammortamenti al 31 dicembre 2020.

Limitazioni

La presente relazione esplicita valori sia generali che specifici, i quali non riflettono particolari attese dei soci o aspetti negoziali. Il valore di scambio di una quota societaria dipende, infatti, sia da stime tecnico-finanziarie che da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese e interessi. Le metodologie ritenute più appropriate alla luce degli obiettivi dell'incarico sono state applicate al meglio delle mie conoscenze.

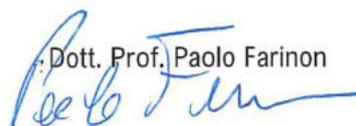
Nel corso dell'incarico ho fatto uso di dati e informazioni facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza. Il lavoro è stato pertanto svolto assumendo la veridicità, accuratezza, completezza e ragionevolezza dei dati e delle informazioni ricevute, che rimangono di esclusiva responsabilità della Società.

La valutazione è stata svolta sulla base della documentazione sopra indicata, fornitami dalla Società. Eventuali informazioni successive alla data di emissione del presente documento potrebbero influire sulle conclusioni esposte nello stesso.

Allegato

L'Allegato è parte integrante della presente relazione.

Vicenza, 10 maggio 2021

Dott. Prof. Paolo Farinon


Allegato

	Es. 2021	Es. 2022	Es. 2023	Es. 2024	Es. 2025	Es. 2026	Es. 2027	Es. 2028	Es. 2029	Es. 2030	Es. 2031	Es. 2032	Es. 2033	Es. 2034	Es. 2035	Es. 2036	Es. 2037	Es. 2038	Es. 2039	Es. 2040	Es. 2041	Es. 2042	
VALUTAZIONE RAMO IDROELETTRICO																							
- vendita energia elettrica	634.917	634.917	634.917	634.917	634.917	590.307	545.697	494.870	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	634.917	634.917	634.917	634.917	634.917	590.307	545.697	494.870	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832	463.832
- ricavi diversi	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
Altri ricavi	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
Costi di acquisto materie prime	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700	2.700
- manufatti ordinarie centraline	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
- manufatti ordinarie c/lezi	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
- lezi modice, altri corrispettivi GSE	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
- spese pubblicitarie/representanza	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
- compensi e rimborsi agli amministratori	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601	7.601
- assicurazioni	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500
- compensi al collegio dei revisori	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616	5.616
- consulenze varie	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000
- spese varie	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700	29.700
Costi per servizi	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217	132.217
Costi per godimento beni di terzi	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500	31.500
Costi del personale	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000
- Amm.li imm. Immateriali e materiali	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498
Ammortamenti e svalutazioni	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498
- imposte e tasse diverse	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300	6.300
- altri oneri	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600
Altri costi operativi	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900
Reddito operativo	126.903	128.770	129.778	130.124	131.275	86.941	42.331	-8.495	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534
Imposte sul reddito dell'esercizio	35.406	35.927	36.208	36.304	36.626	24.257	11.810	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	91.497	92.843	93.570	93.819	94.649	62.685	30.521	-8.495	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534	-39.534
+ Ammortamenti	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498	188.498
- Investimenti	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500	-20.500
Flusso di cassa netto (FCF)	289.495	288.974	289.692	288.275	286.034	193.870	154.854	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815	123.815
Flusso di cassa netto attualizzato	240.051	221.618	204.789	188.373	174.966	141.651	112.391	83.046	61.425	56.822	52.564	48.626	44.982	41.612	38.494	35.609	32.941	30.473	28.189	26.077	24.123	22.316	20.600
WACC	8,10%																						
VALORE ECONOMICO RAMO IDROELETTRICO	1.912.137																						

Paolo Farinon





Repertorio n. 46.590

Verbale di asseverazione di perizia

Art. 1, n. 4, del R.D.L. 14 luglio 1937, n. 1666

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventuno,
il giorno sei
del mese di luglio

6 luglio 2021

In Thiene (VI), nel mio studio in Corso Garibaldi n. 4.

Avanti a me, dottor Giuseppe Curreri, Notaio in Montecchio Maggiore, con lo studio in Piazza Marconi n. 18, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Vicenza e Bassano del Grappa,

è presente il signor:

FARINON PAOLO, nato ad Arzignano (VI) il 20 maggio 1967, ivi domiciliato, Via G. Moretto n. 13, codice fiscale FRN PLA 67E20 A459I, dottore commercialista in Vicenza, iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 22.652, della cui personale identità io Notaio sono certo, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede e che occupa sei fogli per dodici pagine, oltre ad un allegato, da egli redatta, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge il comparente, il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:

"Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto e quindi redatto la perizia sopra riportata al solo scopo di far conoscere la verità."

Del che ho redatto il presente verbale scritto da me e da persona di mia fiducia su questa pagina fin qui, del quale ho dato lettura al comparente.

Paolo Farinon

Giuseppe Curreri



