

Deloitte.

Valutazione della partecipazione detenuta da Unieco Soc. Coop. In L.C.A in
Podiumparma S.r.l. nell'ambito della procedura di liquidazione coatta
amministrativa di Unieco Soc. Coop., giusto decreto MISE n. 161/2017

6 febbraio 2025



Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.

INDICE

GLOSSARIO	3
PREMESSA	4
1 OGGETTO, DOCUMENTAZIONE E FINALITA' DELL'INCARICO	5
1.1 Descrizione della Società	5
1.2 Oggetto e finalità dell'incarico	5
1.3 Limiti dell'incarico	5
1.4 Data di riferimento	7
1.5 Documentazione utilizzata	7
2 LA PARTECIPAZIONE OGGETTO DI VALUTAZIONE	7
2.1 Descrizione della Società oggetto di valutazione	7
2.2 Dati economico-patrimoniali alla Data di Valutazione	7
3 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	10
3.1 Principi di riferimento per la valutazione	10
3.2 Scelta della metodologia di valutazione	10
3.3 Metodo utilizzato	12
3.3.1 <i>Unlevered Discounted Cash Flow</i>	12
4 STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE	16
4.1 L'applicazione del Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow	16
4.1.1 <i>Flussi di cassa di riferimento</i>	16
4.1.2 <i>Stima del tasso di attualizzazione</i>	18
4.2 Stima del valore Economico del Capitale	20
5 CONCLUSIONI	22
5.1 Valore della Partecipazione	22

GLOSSARIO

Unieco o Cliente

Unieco Soc. Coop. In L.C.A.

Podiumparma o Società



Podiumparma S.r.l.



Data di Riferimento o Data di Valutazione

31 dicembre 2023

Deloitte

Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.



Partecipazione

Partecipazione del 24,0% in Podiumparma S.r.l. detenuta da Unieco



Relazione o Perizia

Relazione giurata di stima, ovvero il presente documento

Concessione

Concessione di costruzione e gestione dell'impianto natatorio coperto e gestione della piscina comunale scoperta in Cortile San Martino a Moletolo (Parma) a Podiumparma, con scadenza al 2 aprile 2026



PREMESSA

Unieco Soc. Coop. In L.C.A. (di seguito “Unieco” o “Cliente”), società con sede in Via Meuccio Ruini, 10, 42124 Reggio Emilia, iscritta all’albo delle cooperative di Reggio Emilia al n. A107091, REA di Reggio Emilia 4108, Partita IVA n. 00301010351, avente capitale sociale pari a € 15.461.012 i.v., è soggetta ad una procedura di liquidazione coatta amministrativa, giusto decreto MISE n. 161/2017.

In tale contesto, il Commissario Liquidatore ha richiesto a Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B. (di seguito “Deloitte”), nella persona dell’Ing. Marco Vulpiani (di seguito “Perito”), nato a Roma il 27 aprile 1966, Codice Fiscale VLPMRC66D27H501J, iscritto all’Ordine degli Ingegneri n. A24032, all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA_012565, al Registro dei Revisori Legali del Ministero dell’Economia e delle Finanze con il n. 180881 e socio della società Deloitte, in qualità di esperto indipendente, la redazione della perizia giurata di stima del valore economico (di seguito “Relazione” o “Perizia”) della partecipazione del 24,0% (di seguito “Partecipazione”) detenuta da Unieco in Podiumparma S.r.l. (di seguito “Podiumparma” o “la Società”), società di scopo di tipo Project Financing, alla data del 31 dicembre 2023 (di seguito “Data di Riferimento” o “Data di Valutazione”).

1 OGGETTO, DOCUMENTAZIONE E FINALITA' DELL'INCARICO

1.1 Descrizione della Società

Podiumparma S.r.l. è una Società partecipata da Unieco, attiva nel settore Project Financing. La Società è stata costituita per la costruzione e gestione dell'impianto natatorio coperto e la gestione della piscina comunale scoperta in Cortile San Martino a Moletolo (Parma).

1.2 Oggetto e finalità dell'incarico

Nell'ambito della procedura di liquidazione coatta amministrativa, è stata richiesta dal Commissario Liquidatore al Perito, in qualità di esperto indipendente, la redazione di una perizia giurata di stima del valore economico di Podiumparma S.r.l..

In virtù delle esigenze cautelative del presente lavoro, i risultati di seguito indicati non possono essere assunti per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico.

Il lavoro è stato svolto attraverso i seguenti passaggi logici:

- analisi del contesto e delle caratteristiche della Partecipazione;
- analisi e discussione con il management di Podiumparma e di Unieco (di seguito "il Management") circa le caratteristiche ed i dettagli della Società;
- definizione della configurazione di valore e scelta del metodo/dei metodi di valutazione con conseguente impostazione del modello valutativo;
- stima del valore economico della Partecipazione.

1.3 Limiti dell'incarico

L'incarico è stato svolto e le conclusioni sono state portate a termine sulla base delle assunzioni e delle informazioni evidenziate nelle pagine seguenti e considerate valide alla data della presente Relazione. Eventi successivi potrebbero avere un significativo impatto sulla valutazione. L'oggetto dell'incarico non prevede aggiornamenti o modifiche del lavoro a tale proposito.

Il lavoro si fonda esclusivamente su informazioni non prodotte e/o verificate autonomamente ed in modo indipendente. La stima, pertanto, è stata effettuata assumendo la correttezza, la completezza e la veridicità dei dati e delle informazioni forniteci dal Management. In particolare, non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati forniti, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, ambientale o legate a rischi di qualsiasi tipologia che non siano stati portati a nostra conoscenza.

Qualora le informazioni risultassero diverse o non conformi, la stima effettuata nella presente Relazione potrebbe differire sostanzialmente, sia con riguardo ai metodi utilizzabili che ai risultati della loro applicazione.

Nel paragrafo che segue, pertanto, sono analiticamente descritte le informazioni e le fonti utilizzate ai fini della valutazione, intendendosi che qualora esse dovessero risultare anche solo parzialmente non affidabili, le cause e le conseguenze non potranno in alcun modo essere ascrivibili a Deloitte.

Con particolare riferimento alle proiezioni economiche relative a Podiumparma, fornite dal Management, Deloitte ha assunto che le stesse siano congrue e ragionevoli e che siano state preparate sulla base di presupposti che riflettono, alla data odierna, le migliori stime e giudizi disponibili circa i risultati futuri del business, sebbene tali proiezioni non siano state assoggettate a procedure di revisione e valutazione internazionalmente riconosciute (quali, ad esempio, ISAE 3400). Le valutazioni prospettate nel presente documento, quindi, sono state formulate alla luce degli elementi di previsione forniti dal Management. Esse non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (quali per esempio nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, etc.). Il presente documento, pertanto, si basa necessariamente sulle attuali condizioni economiche e monetarie di mercato e sulle informazioni che sono state messe a disposizione fino alla data odierna. Nulla di quanto esposto nella Perizia può essere interpretato come garanzia o opinione circa il futuro andamento dei flussi attesi di Podiumparma, in quanto lo stesso dipende dall'effettivo realizzarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione delle proiezioni economiche.

Infine, le conclusioni alle quali si è pervenuti nella presente Perizia sono basate sul complesso delle valutazioni in essa contenute. Nessuna parte della Perizia può essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e/o per scopi differenti rispetto a quelli espressamente specificati.

1.4 Data di riferimento

La Data di Riferimento della valutazione della Partecipazione è il 31 dicembre 2023.

Non si è venuti a conoscenza di circostanze o eventi che comportino effetti di rilievo su quanto considerato ai fini della stima nel periodo intercorso fra la Data di Riferimento e la data della presente Relazione.

1.5 Documentazione utilizzata

Le analisi, le considerazioni e le conclusioni riportate nel presente documento sono basate sulla seguente documentazione fornita dal Management:

- Documentazione economico-finanziaria relativa ai bilanci per gli anni 2019-2023 della Società;
- Dettaglio dei contratti per l'affidamento in concessione della progettazione, costruzione e gestione del complesso della Società.

2 LA PARTECIPAZIONE OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 Descrizione della Società oggetto di valutazione

Podiumparma S.r.l. è una Società partecipata da Unieco, attiva nel settore Project Financing. La Società è stata costituita per la costruzione e gestione dell'impianto natatorio coperto e la gestione della piscina comunale scoperta in Cortile San Martino a Moletolo (Parma).

La Società ha stipulato con l'amministrazione comunale di Parma un contratto di concessione (di seguito

"Concessione") con scadenza al 2 aprile 2026 per la costruzione e gestione del sistema di accoglienza annesso al Nuovo Complesso Ospedaliero di Fidenza.

2.2 Dati economico-patrimoniali alla Data di Valutazione

La situazione economico-patrimoniale alla Data di Valutazione di Podiumparma è riassunta nelle tabelle di seguito riportate.



Situazione Economica

Si riporta di seguito il Conto Economico della Società per gli anni 2019-2023.

Conto economico Eur/'000	2019	2020	2021	2022	2023
Ricavi operativi	304	117	217	278	321
Altri ricavi	73	56	70	61	59
Ricavi complessivi	377	173	287	339	380
Costo del venduto	(3)	-	(1)	(0)	-
Costi per servizi	(19)	(23)	(37)	(15)	(9)
Oneri diversi di gestione	(23)	(16)	(18)	(16)	(18)
Totale costi operativi	(46)	(39)	(56)	(31)	(27)
EBITDA	331	135	231	308	353
Ammortamenti e svalutazioni	(171)	(171)	(171)	(171)	(171)
Accantonamenti	(100)	-	(40)	-	-
EBIT	60	(36)	20	137	182
Proventi e oneri finanziari	-	-	-	(0,03)	-
EBT	60	(36)	20	137	182
Imposte	(4)	23	13	(18)	(16)
Utile (perdita) dell'esercizio	56	(13)	33	120	166

Tabella 1: Conto Economico di Podiumparma 2019-2023 (dati in Eur/'000¹)

Dall'analisi del conto economico della Società al 31 dicembre 2023 è emerso che:

- I ricavi operativi sono risultati pari a 321 Eur/'000;
- Nel corso dell'esercizio sono stati registrati altri ricavi per circa 59 Eur/'000;
- Le principali componenti di costo sono rappresentate dai costi per servizi ed oneri diversi di gestione, rispettivamente pari a (9) Eur/'000 e (18) Eur/'000;
- La Società riporta ammortamenti nel periodo per un totale di (171) Eur/'000;
- Le imposte complessive sono pari ad un valore di (16) Eur/'000.

¹ Eventuali differenze dovute ad arrotondamenti

Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale della Società per gli anni 2019-2023.

Stato patrimoniale Eur/'000	2019	2020	2021	2022	2023
Immobilizzazioni immateriali	11	10	8	6	4
Immobilizzazioni materiali	1.012	843	674	505	336
Immobilizzazioni finanziarie	8	8	8	8	8
Attivo Fisso	1.031	860	690	519	348
Crediti	237	279	390	455	449
Ratei e risconti attivi	1	-	-	0	-
Debiti	(25)	(11)	(5)	(30)	(5)
Ratei e risconti passivi	(310)	(258)	(207)	(155)	(103)
Capitale circolante netto	(96)	10	179	271	340
Fondi rischi ed oneri	(461)	(401)	(316)	(246)	(117)
Fondi	(461)	(401)	(316)	(246)	(117)
CIN	474	469	552	544	571
(Cassa)	(184)	(176)	(126)	(254)	(393)
Posizione Finanziaria Netta	(184)	(176)	(126)	(254)	(393)
Patrimonio netto	658	645	678	798	964
Totale Fonti	474	469	552	544	571

Tabella 2: Stato Patrimoniale riclassificato di Podiumparma al 2019-2023 (dati in Eur/'000²)

Dall'analisi dello stato patrimoniale della Società al 31 dicembre 2023 è emerso che:

- L'Attivo Fisso risulta essere composto da:
 - Immobilizzazioni immateriali per 4 Eur/'000;
 - Immobilizzazioni materiali per 336 Eur/'000;
 - Immobilizzazioni finanziarie per 8 Eur/'000;
- Il Capitale circolante netto risulta essere composto da:
 - Crediti per un totale di 449 Eur/'000;
 - Debiti per un totale di (5) Eur/'000;
 - Ratei e risconti passivi per un totale di (103) Eur/'000.
- I Fondi rischi ed oneri risultano pari a (117) Eur/'000;
- La Posizione Finanziaria Netta, per un importo pari a (393) Eur/'000, è composta dalle sole disponibilità liquide;
- Il Patrimonio netto è pari a 964 Eur/'000.



² Eventuali differenze dovute ad arrotondamenti

3 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

3.1 Principi di riferimento per la valutazione

Riteniamo che, alla luce degli obiettivi dell'incarico, la definizione di valore più appropriata possa essere il *Fair Market Value*, ossia il valore al quale un bene potrebbe essere trasferito tra un acquirente e un venditore disponibili e non obbligati ad acquistare o a vendere, e quando entrambe le parti possiedono una conoscenza ragionevole dell'oggetto di interesse e del mercato di riferimento. Tale valore può assumere un significato distinto dal concetto di "prezzo", il quale viene determinato anche sulla base di aspetti contingenti e soggettivi o alternativamente il valore di liquidazione, che può differire dal valore di mercato in relazione a:

- la natura dell'attività. Quanto più l'attività è specifica (nel senso di poter essere destinata ad un uso molto specializzato) minore è il numero dei potenziali acquirenti e di conseguenza maggiore deve essere lo sconto per attirare l'interesse dei pochi investitori;
- la presenza di asimmetrie informative fra venditore e potenziali acquirenti. Nei casi di vendite realizzate rapidamente, per le quali non ci si sia stato il tempo di un'adeguata pubblicità, o viceversa la possibilità di un'adeguata due diligence da parte dei potenziali acquirenti, o ancora l'assenza di garanzie da parte del venditore sullo stato dell'attività, è inevitabile dover riconoscere uno sconto a fronte dei rischi che si accolla l'acquirente.

Il processo valutativo seguito fornisce un valore di riferimento teorico della Partecipazione oggetto di valutazione. La presente valutazione può essere influenzata da considerazioni soggettive limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, e comunque ispirata al principio della prudenza, mentre non sono stati presi in considerazione gli effetti delle eventuali sinergie derivanti da future operazioni della Società.

Va rilevato che fattori di carattere strategico o negoziale difficilmente possono, per loro natura, essere quantificati tecnicamente in un procedimento di valutazione professionale d'azienda.

3.2 Scelta della metodologia di valutazione

Con riferimento alle finalità della valutazione, è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti a individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi razionali di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale e/o il valore di

un'attività loro connessa. Ogni metodologia meglio si adatta alla valutazione di una o di alcune specifiche fattispecie, mentre può non fornire un valido apprezzamento di aziende o *asset* con una struttura economico-finanziaria diversa o con attività caratteristiche differenti.

La scelta dei criteri di valutazione più appropriati per giungere alla stima del valore d'azienda o di attività e passività specifiche è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività.

Per la selezione dei metodi di valutazione si è fatto ricorso ad un'analisi allargata delle metodologie potenzialmente utilizzabili in questo contesto. Dall'elenco generale di seguito esposto si è poi proceduto ad individuare quello ritenuto più adeguato nel caso in esame.

Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti visioni di carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali criteri di stima.

Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- i) metodo di mercato (*market approach*): *fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti;*
- ii) metodo dei flussi di risultati attesi (*income approach*): *fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultati nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri;*
- iii) metodo del costo (*cost approach*): *fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*).*

Sulla base delle caratteristiche dell'attività oggetto di valutazione, nonché delle informazioni disponibili, è stato scelto come metodo valutativo l'*Unlevered Discounted Cash Flow*, che permette di considerare l'evoluzione dei flussi di cassa futuri che incorporano sia la dinamica economica che quella patrimoniale.

Con riferimento ad eventuali altri metodi di valutazione applicabili, sono state effettuate le seguenti considerazioni che hanno portato alla loro esclusione:

- i metodi dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili: tale metodologia presenta delle limitazioni alla luce delle peculiarità della Società, rendendo il metodo in questione poco accurato nella sua applicazione all'asset oggetto di analisi;
- il metodo patrimoniale (semplice e complesso): in quanto basato sulla sola valorizzazione della consistenza patrimoniale, non tiene in debita considerazione la prospettiva reddituale del business; il Metodo Patrimoniale complesso è stato escluso in quanto non sono stati identificati asset immateriali specifici (e.g. marchio, know-how) da valutare a valori correnti.

3.3 Metodo utilizzato

Di seguito si presenta la metodologia principale utilizzata per la stima del valore della Società. In tale ambito si evidenzia che, come riportato in letteratura, i metodi reddituali ed in particolare il Discounted Cash Flow Method sono considerati i più idonei per la valutazione di società in forte espansione, grazie alla loro flessibilità nel riflettere la specificità della Società oggetto di valutazione.

3.3.1 *Unlevered Discounted Cash Flow*

Il metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei flussi di cassa operativi che essa genererà in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società è pari alla somma algebrica di:

- valore operativo, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (terminal value o valore residuo);
- valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di cassa operativi prospettici;
- Posizione Finanziaria Netta.

Il valore viene determinato, pertanto, attraverso l'applicazione della formula di seguito riportata:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n CF(t)(1+WACC)^{-t} + TV(n)(1+WACC)^{-n} \right] + SA - PFN$$

dove:

- W Valore del capitale economico dell'azienda
 CF(t) Flussi finanziari "unlevered" (proiezione esplicita)
 TV Valore terminale (residuo) della sola attività operativa
 WACC Costo medio ponderato del capitale investito
 SA Valore delle attività accessorie non operative
 PFN Posizione Finanziaria Netta

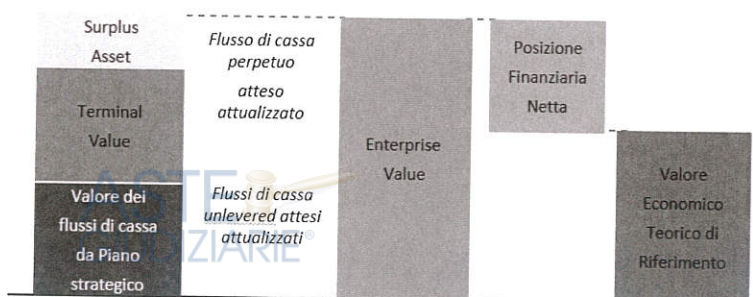


Tabella 3: Unlevered Discounted Cash Flow Teorico

Valore dei flussi finanziari unlevered (CF(t))

I flussi di cassa considerati, nella loro formulazione "unlevered", sono i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'azienda, al lordo delle componenti finanziarie. Essi rappresentano, quindi, le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori.

Con riferimento al periodo di proiezione esplicita dei flussi di cassa, si evidenzia come l'orizzonte temporale dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine del periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale "equilibrio" (contraddistinto da un tasso di rendimento del capitale investito costante e sostenibile nel lungo termine, da variazioni tendenzialmente nulle di capitale circolante e da investimenti netti pari agli ammortamenti).

Flusso di cassa unlevered

$$\begin{aligned} & \text{Risultato operativo} \\ & - \text{Imposte sul Risultato operativo} \\ & = \text{NOPAT} \\ & + \text{Ammortamenti ed accantonamenti, al netto dell'utilizzo fondi} \\ & + (\text{Incrementi}) \text{ diminuzioni del capitale circolante} \\ & + (\text{Investimenti}) \text{ disinvestimenti in immobilizzazioni} \\ & + \text{Variazione altre attività operative nette} \\ & = \text{Flusso di cassa disponibile unlevered} \end{aligned}$$

Tabella 4: Flusso di cassa unlevered

Valore terminale (TV)

Il valore terminale rappresenta il valore operativo della società al termine dell'orizzonte di previsione, ed esprime la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa negli anni successivi al periodo di previsione esplicita. Dottrina e prassi professionale propongono diversi approcci alternativi:

- Modello di capitalizzazione illimitata del flusso di cassa prospettico medio;
- Modello del reddito operativo netto atteso in perpetuo;
- Approccio dei "multipli d'uscita";
- Valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di proiezione esplicita.

In considerazione del business della Società è stato applicato il valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di concessione (di seguito "Periodo Concessorio").

Posizione Finanziaria Netta (PFN)

Al fine di ricondurre il valore operativo della società (eventualmente maggiorato del valore delle attività accessorie) al valore teorico del capitale economico della stessa, è necessario sottrarre dal primo l'insieme delle risorse finanziarie che terzi finanziatori hanno investito a titolo di credito in azienda. Tale ammontare è rappresentato dall'indebitamento finanziario, al netto della liquidità (*excess cash*) alla Data di Riferimento della valutazione.

Tasso di attualizzazione (WACC)

I flussi individuati nel metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* sono quelli operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito. Il tasso di attualizzazione deve, quindi, essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC= Weighted Average Cost of Capital), che si determina come segue:

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

dove:

- K_e costo dei mezzi propri;
 $K_d (1-t)$ costo dei debiti finanziari (al netto dello scudo fiscale);
 E capitale di rischio;
 D indebitamento finanziario netto.

Il costo dei mezzi propri (k_e) è definito come il costo opportunità del capitale di rischio dell'azienda, ossia il suo rendimento medio atteso. Ai fini della sua determinazione, la dottrina ha elaborato diversi modelli, tra cui il più accreditato risulta il Capital Asset Pricing Model (di seguito definito "CAPM"), definito come:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * MRP + RPs$$

dove:

- R_f rendimento delle attività prive di rischio;
 MRP premio per il rischio di mercato;
 Beta coefficiente relativo al rischio "non diversificabile" (*systematic risk*);
 RPs *Size Premium*.

Il costo del capitale di debito ($K_d*(1-t)$) è pari al tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered, al netto della fiscalità media effettiva t della società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Al fine della determinazione della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

- struttura finanziaria della società alla Data di Riferimento della valutazione espressa a valori di mercato, ipotizzando, quindi, implicitamente che nel lungo periodo la società avrà una struttura finanziaria analoga a quella corrente;

- struttura finanziaria prospettica della società, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (assumendo quindi che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel lungo periodo, a quella dei suoi competitor), oppure in base a valori attesi della composizione prospettica del capitale della società oggetto di valutazione.

4 STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE

4.1 L'applicazione del Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow

Come descritto, ai fini valutativi è stata adottata come metodologia il Metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*, che permette di considerare l'evoluzione dei flussi di cassa futuri che incorporano sia la dinamica economica che quella patrimoniale.

Pertanto, di seguito si riportano le risultanze della valutazione con il Metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*, la quale riflette le informazioni ricevute dal Management.

4.1.1 Flussi di cassa di riferimento

Nel metodo in esame i flussi di cassa operativi per il periodo di proiezione esplicita sono considerati nell'accezione "*Unlevered*", ossia i flussi di cassa annui resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, il pagamento di oneri finanziari. Essi rappresentano, quindi, le risorse destinate alla remunerazione di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori a titolo di capitale di debito.

I flussi di cassa operativi, pertanto, sono stati stimati considerando le seguenti voci economiche-patrimoniali:

Unlevered Free Cash Flow	
	EBITDA
-	D&A
=	EBIT
-	TAX
=	NOPAT
+	D&A
+/-	Δ NWC
-	Capex
=	Unlevered Free Cash Flow

Tabella 5: Identificazione Unlevered Free Cash Flow

Ai fini dell'applicazione del metodo è stato identificato un flusso di cassa normalizzato per gli anni residui di Concessione (2024-2 aprile 2026). In particolare, alla base di tale flusso normalizzato, vi sono le seguenti assunzioni:

- l'EBITDA è stato stimato come media degli EBITDA degli ultimi cinque anni precedenti alla Data di Valutazione (2019-2023), inflazionati al tasso di crescita di lungo periodo in Italia, pari all'1,9%³;
- l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali è stato determinato in funzione della durata della Concessione, considerando gli anni residui del Periodo Concessorio (2024-2 aprile 2026);
- i CAPEX sono stati considerati pari a zero, in linea con i dati storici;
- la variazione del capitale circolante netto è stata considerata pari a zero per la durata del Periodo Concessorio; al termine della concessione è stata prevista la liquidazione del capitale circolante netto comprensivo di crediti commerciali, debiti commerciali e fondi per rischi e oneri;
- risconti passivi al 31 dicembre 2023 a quote costanti entro il termine di scadenza della Concessione;
- imposte sul reddito delle società (IRES) pari al 24% e imposte sul reddito delle attività produttive (IRAP) pari al 4,2%.

Di seguito si riporta evidenza del flusso di cassa normalizzato stimato ai fini valutativi:

Podiumparma	Flusso
Eur/'000	Normalizzato
EBITDA	277
D&A	(151)
EBIT	126
Taxes	(35)
NOPAT	90
Plus: D&A	151
GROSS CF	241
Less: CAPEX	-
Less: Delta Net Working Capital	-
Less: Delta Risconti passivi	(46)
Less: Delta Funds	-
NET AVAILABE CF TO FIRM	195

Tabella 6: Flusso Normalizzato (dati in Eur/'000)

³ Fonte: EIU

4.1.2 Stima del tasso di attualizzazione

Il WACC è stato stimato secondo l'approccio "*Unconditional*", che prevede l'incorporazione del rischio paese all'interno del *risk-free*.

Date le caratteristiche della Società, del mercato di riferimento e della Tecnologia su cui si basa l'attività aziendale, la struttura finanziaria prospettica è stata determinata sulla base di valori medi rilevati su un campione di società appartenenti al settore di riferimento per l'operatività di Podiumparma.

In particolare, si ripercorrono i criteri ed i parametri utilizzati per la stima del Costo del Capitale.

Stima del costo del capitale proprio:

- tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Rf): ai fini della stima del *risk free rate* si è fatto riferimento ai Titoli di Stato italiani, nello specifico è stata utilizzata la media a 1 mese dei rendimenti del BTP Italiano con scadenza a 30 anni. Pertanto, il tasso di rendimento delle attività prive di rischio è risultato pari a circa 4,37%;
- coefficiente Beta (Beta unlevered): il coefficiente Beta esprime il grado di rischio dell'investimento in un determinato titolo azionario rispetto alla rischiosità osservata nel mercato borsistico di riferimento. Considerando le specificità del settore di appartenenza e la correlazione fra l'attività operativa della Società e l'andamento del settore di riferimento, nel caso in esame, sono stati utilizzati i coefficienti *Beta* rilevati da un campione di imprese appartenenti al settore di riferimento ("Panel"), osservati settimanalmente lungo orizzonti temporali sufficientemente estesi (3 anni). Si è poi proceduto, per ciascuna impresa del *Panel*, al *delevering* di tale coefficiente, per tener conto del carico fiscale medio del paese in cui operano le società del *Panel* e della loro struttura finanziaria. Il *Beta unlevered*, stimato come mediana dei *beta unlevered* delle singole imprese comparabili, è risultato pari a 0,31⁴;
- premio per il rischio di mercato ("*Market Risk Premium*" o "MRP"): nella selezione delle fonti per il calcolo del premio per il rischio di mercato sono stati individuati indicatori legati ai mercati borsistici; è stato adottato un premio per il rischio di mercato attribuibile all'Italia pari al 5,5%⁵;
- Il rapporto D/E utilizzato per la stima del *levered beta* è stato determinato in linea con la struttura finanziaria delle società del *Panel*. Il rapporto D/E è risultato pari a 1,18.

⁴ Fonte: Capital IQ, data di riferimento 31/12/2023

⁵ Analisi Deloitte su "*Consensus Data*"

- Size premium: al fine di riflettere il maggior rischio connesso ad una Società di dimensioni ridotte, si è apportato un fattore correttivo al costo del capitale che misura l'extra rendimento richiesto da un investimento in aziende di dimensioni ridotte rispetto al Panel di società comparabili selezionato⁶. Il size premium è risultato pari a 3,9%.

Sulla base dei parametri sopra indicati, il costo del capitale proprio è stato determinato pari a circa 11,4%.

Il costo del debito (Kd) della Società è stato stimato in base ai seguenti parametri:

- tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Rf), pari al 4,37% e stimato come dettagliato precedentemente;
- spread stimato sulla base dell'Interest Cover Ratio del panel, pari a circa il 3,14% per addivenire così ad un costo dei debiti finanziari (al lordo della deducibilità degli oneri finanziari) pari al 7,5%⁷;
- aliquota fiscale IRES vigente, pari al 24%.

Il costo del debito, al netto dello scudo fiscale relativo alla deducibilità degli oneri finanziari, è risultato quindi pari al 5,7%. Sulla base delle considerazioni sopra esposte, è stato determinato un WACC pari all'8,3%.

Di seguito si riporta la tabella riassuntiva del tasso di attualizzazione così calcolato:

Podiumparma S.r.l.	
Costo del capitale di rischio (Ke)	
Risk Free Rate Italy	4,37%
Beta unlevered	0,31
D/E	1,18
Beta relevered	0,58
Tax rate Beta relevered	24,0%
Market Risk Premium	5,5%
Size Premium	3,9%
Ke	11,4%
Costo dei debiti finanziari (Kd)	
Kd before tax	7,5%
Kd Tax rate	24,0%
Kd after tax	5,7%
Struttura finanziaria	
Peso Costo del Capitale E/(D+E)	45,8%
Peso Costo del Debito D/(D+E)	54,2%
WACC Post-tax	8,3%

Tabella 7: Costo del capitale

⁶ Fonte: Duff & Phelps

⁷ Analisi Deloitte su dati Capital IQ e Damodaran 2023

4.2 Stima del valore Economico del Capitale

Di seguito si riporta l'applicazione del metodo valutativo ed i risultati dell'analisi di *sensitivity* effettuata:

UDCF Eur/'000		Piano	Piano	Piano	
Year		31/12/2024	31/12/2025	02/04/2026	Liquidazione CIN
Year factor		1	1	0,26	
EBITDA		277	282	73	
D&A		(151)	(151)	(39)	
EBIT		126	131	35	
Taxes	28,2%	(35)	(37)	(10)	
NOPAT		90	94	25	
Plus: D&A		151	151	39	
GROSS CF		241	245	64	
Less: CAPEX		-	-	-	
Less: Delta Net Working Capital		-	-	-	444
Less: Delta Risconti passivi		(46)	(46)	(12)	
Less: Delta Funds		-	-	-	(117)
NET AVAILABE CF TO FIRM		195	199	52	326
Mid Period Discount		0,50	1,50	2,13	2,26
Discount Factor	8,3%	0,96	0,89	0,84	0,83
PRESENT VALUE OF CFs		188	177	44	272

Tabella 8: Valore attualizzato dei flussi di cassa prospettici e della liquidazione del CIN (dati in Eur/'000⁸)

Il valore attuale dei flussi di cassa netti generati durante il periodo di previsione esplicita, considerando un WACC dell'8,3%, è pari a circa 408 Eur/'000. Al termine del periodo esplicito è prevista la liquidazione del Capitale Investito netto, comprensiva delle poste afferenti a crediti, debiti ed il fondo rischi e oneri, per i quali si ipotizza la dismissione all'ultimo anno di Concessione, ed è pari a 326 Eur/'000. La liquidazione del Capitale Investito netto post-attualizzazione è pari a circa 272 Eur/'000.

L'Enterprise Value di Podiumparma alla Data di Riferimento, pari alla sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo esplicito e della liquidazione del Capitale Investito netto, è stato stimato pari a circa 680 Eur/'000.

Sottraendo all'Enterprise Value della Società il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN) al 31 dicembre 2023, pari a (393) Eur/'000 e risommandone i Surplus Assets afferenti alle immobilizzazioni finanziarie pari a 8 Eur/'000, si perviene ad un valore teorico corrente stimato della Società ("Equity Value") pari a circa 1.081 Eur/'000. L'Equity Value pro-quota, corrispondente al 24% di Podiumparma, ovvero la quota di appartenenza di Unieco, risulta pari a 259 Eur/'000, al quale è stato applicato uno sconto di minoranza del 29%⁹ al fine di riflettere la Partecipazione

⁸ Eventuali differenze dovute ad arrotondamenti

⁹ Fonte: "Special cases of business valuation", M. Vulpiani, pag. 381

di minoranza detenuta da Unieco. Si arriva così ad un Equity Value pro quota, post sconto di minoranza, pari a 184 Eur/'000.

Si presenta di seguito il risultato dell'analisi di *sensitivity* effettuata sull'*Equity Value-Pro quota*, considerando variazioni di 50 bps rispetto al valore centrale del WACC pari all'8,3%.

Eur/'000	WACC		
	7,8%	8,3%	8,8%
<i>Equity value-Pro quota post MD</i>	185	184	183

Tabella 9: Analisi di sensitività sul valore della Partecipazione (dati in Eur/'000¹⁰)

¹⁰ Eventuali differenze dovute ad arrotondamenti

5 CONCLUSIONI

5.1 Valore della Partecipazione

Con riferimento alla natura e alle finalità dell'incarico enunciate nelle precedenti sezioni della presente relazione, e dei limiti descritti nella sezione 1.3, nonché sulla base della documentazione di riferimento indicata nella precedente sezione 1.5 e dei criteri metodologici illustrati nelle pagine precedenti, si è proceduto a stimare il valore di mercato della Partecipazione.

Considerando le *sensitivity* effettuate, si ritiene che il valore della Partecipazione alla Data di Riferimento, pari al valore pro-quota al netto di uno sconto di minoranza del 29%, risulti compreso in un intervallo tra 183 Eur/'000 e 185 Eur/'000 con un valore centrale pari a 184 Eur/'000.

Marco Vulpiani

Senior Partner

Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.

Roma, 6 febbraio 2025



Eva Cremona
Notaio

Repertorio numero 4184

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI RELAZIONE DI STIMA
REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventicinque, il giorno sei del mese di febbraio.

6 febbraio 2025

In Grottaferrata, Via della Costituente n. 1.

Innanzitutto a me dott.ssa Eva Cremona, Notaio residente in Grottaferrata, iscritta al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Roma, Velletri e Civitavecchia,

E' PRESENTE

- l'Ing. **VULPIANI Marco**, nato a Roma il 27 aprile 1966, residente in Grottaferrata (RM), Via Tuscolana n. 467, codice fiscale VLP MRC 66D27 H501J, iscritto all'Ordine degli Ingegneri al n. A24032, all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA 012565 e al Registro dei Revisori Legali del Ministero dell'Economia e delle Finanze con il n. 180881, della cui identità personale io Notaio sono certa, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta fattami, ammonisco ai sensi di legge il componente il quale presta, quindi, il giuramento di rito ripetendo la formula "GIURO DI AVER BENE E FEDELMENTE PROCEDUTO ALLE OPERAZIONI A ME AFFIDATE E DI NON AVER AVUTO ALTRO SCOPO CHE QUELLO DI FAR CONOSCERE LA VERITA'".

Richiesto io Notaio ho ricevuto il presente atto, scritto parte da me e parte da persona di mia fiducia e da me letto al componente che lo approva e lo sottoscrive alle ore *due ore e 15 minuti*

Consta di un foglio scritto su una pagina fin qui.

Marco Vulpiani

Eva Cremona

(Notaio)



