



## Relazione di stima del patrimonio netto della società



con sede legale in Firenze, Piazza Luigi Dallapiccola 6  
C.F. e P.IVA 05103650486   
n. REA FI-519994

alla data del 30 giugno 2023



Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

## INDICE

1.	Premessa.....	<i>pag.3</i>
2.	L'attività svolta dalla società e la compagine sociale.....	<i>pag.4</i>
3.	Risultati storici per gli esercizi dal 2017 al 2022. Impatto della pandemia e situazione patrimoniale al 31 dicembre 2022.....	<i>pag.5</i>
4.	Metodo di valutazione adottato .....	<i>pag.10</i>
5.	Costruzione del conto economico prospettico e stima dei Flussi di cassa disponibili (FCFF).....	<i>pag.11</i>
6.	Stima del costo del capitale da utilizzare quale tasso di attualizzazione .....	<i>pag.15</i>
7.	Stima del valore della società e conclusioni .....	<i>pag.17</i>

## 1. Premessa

Il sottoscritto Dr. Leonardo Poggiali, nato a Firenze il 6 agosto 1968 codice fiscale PGGLRD68M06D612W, dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al N. 885/A e revisore legale iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 87167, con studio in Firenze Borgo Pinti 80, ha ricevuto incarico di determinare il valore economico, alla data del 30 giugno 2023, del patrimonio netto della società "Evergreen Immobiliare s.r.l." (in seguito anche "Evergreen" o la "Società"), con sede in Firenze, via Luigi Dallapiccola n. 6, C.F. 05103650486.

Al fine di redigere la presente valutazione di stima, lo scrivente ha preso atto, in particolare, della seguente documentazione:

- bilanci depositati della società dal 2016 al 2022;
- situazioni patrimoniali ed economiche di verifica della società dal 2019 al 2022;
- conti di mastro della Evergreen dal 2019 al 2022;
- convenzione urbanistica stipulata in data 5 agosto 2002 tra la Evergreen Immobiliare s.r.l., la Ideaprogetto s.p.a. ed il Comune di Firenze per la realizzazione di una struttura di accoglienza per studenti;
- contratto per la prestazione di servizi manutentivi e strumentali di immobile con destinazione a residenza universitaria stipulato in data 1° ottobre 2005 tra la ARDSU (Azienda Regionale per il Diritto allo Studio Universitario di Firenze) e la Evergreen Immobiliare s.r.l. e successive proroghe.



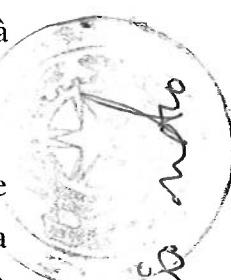
## 2. L'attività svolta dalla società e la compagine sociale

La Evergreen Immobiliare s.r.l. è stata costituita in data 26 gennaio 2001 con oggetto sociale l'attività di costruzione, ristrutturazione e restauro di immobili. Nell'agosto 2002 la società ha sottoscritto una convenzione urbanistica con il Comune di Firenze con la quale la società, riservandosi per sé il diritto di proprietà superficiaria, cedeva al Comune la proprietà dell'area posta in Firenze, tra Via Maragliano, Via Lulli, Via Doni e Via Monteverdi avente la superficie catastale di mq 7.000,00 circa e si impegnava, insieme alla società Ideaprogetto s.p.a., alla realizzazione di un complesso da destinare a residenza per studenti, sottoposto a vari vincoli di destinazione ivi precisati.

Ad oggi, la società risulta detenere la proprietà superficiaria degli alloggi ubicati al piano 1° e 2° del complesso immobiliare sito in Piazza Luigi Dallapiccola n. 6, nonché la proprietà superficiaria dei posti auto pertinenziali ubicati al primo e al secondo piano seminterrato del medesimo complesso immobiliare.

Come indicato nella convenzione urbanistica, la proprietà superficiaria della società ha durata di 50 anni dalla data di sottoscrizione del contratto e avrà dunque termine in data 5 agosto 2052.

Oltre alla gestione diretta degli alloggi e degli spazi ubicati al piano primo e secondo del complesso immobiliare, la Evergreen si occupa altresì della gestione degli alloggi ubicati ai piani dal terzo al sesto della struttura, di proprietà di ARDSU Toscana, mediante un contratto di Global service.



### 3. Risultati storici per gli esercizi dal 2017 al 2022. Impatto della pandemia e situazione patrimoniale al 31 dicembre 2022

Di seguito sono riportati i dati economici della Evergreen riportati nei bilanci depositati riferiti agli esercizi chiusi dal 31 dicembre 2015 al 31 dicembre 2020, riclassificati dallo scrivente.

	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019	
<b>Valore della produzione</b>	<b>861.451,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>903.170,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>898.512,00</b>	<b>100,0%</b>
Materie prime	16.775,00	1,9%	15.128,00	1,7%	11.131,00	1,2%
Servizi	350.165,00	40,6%	385.344,00	42,7%	359.043,00	40,0%
Godimento beni di terzi	1.272,00	0,1%	2.020,00	0,2%	1.348,00	0,2%
Personale	130.518,00	15,2%	188.267,00	20,8%	136.934,00	15,2%
Oneri diversi di gestione	138.212,00	16,0%	127.592,00	14,1%	158.437,00	17,6%
<b>EBITDA</b>	<b>224.509,00</b>	<b>26,1%</b>	<b>184.819,00</b>	<b>20,5%</b>	<b>231.619,00</b>	<b>25,8%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	172.524,00	20,0%	170.997,00	18,9%	170.392,00	19,0%
<b>EBIT</b>	<b>51.985,00</b>	<b>6,0%</b>	<b>13.822,00</b>	<b>1,5%</b>	<b>61.227,00</b>	<b>6,8%</b>
Proventi e oneri finanziari	- 25.975,00	-3,0%	- 21.691,00	-2,4%	- 17.248,00	-1,9%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>26.010,00</b>	<b>3,0%</b>	<b>- 7.869,00</b>	<b>-0,9%</b>	<b>43.979,00</b>	<b>4,9%</b>
Imposte	- 11.122,00	-1,3%	- 7.300,00	-0,8%	- 9.167,00	-1,0%
<b>Risultato di esercizio</b>	<b>14.888,00</b>	<b>1,7%</b>	<b>- 15.169,00</b>	<b>-1,7%</b>	<b>34.812,00</b>	<b>3,9%</b>

	31/12/2020		31/12/2021		31/12/2022	
<b>Valore della produzione</b>	<b>738.669,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>718.907,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>865.311,00</b>	<b>100,0%</b>
Materie prime	10.663,00	1,4%	18.442,00	2,6%	18.125,00	2,1%
Servizi	284.223,00	38,5%	370.531,00	51,5%	347.299,00	40,1%
Godimento beni di terzi	1.558,00	0,2%	7.048,00	1,0%	12.140,00	1,4%
Personale	126.497,00	17,1%	140.468,00	19,5%	164.910,00	19,1%
Oneri diversi di gestione	221.206,00	29,9%	129.192,00	18,0%	199.239,00	23,0%
<b>EBITDA</b>	<b>94.522,00</b>	<b>12,8%</b>	<b>53.226,00</b>	<b>7,4%</b>	<b>123.598,00</b>	<b>14,3%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	95.983,00	13,0%	35.877,00	5,0%	82.619,00	9,5%
<b>EBIT</b>	<b>- 1.461,00</b>	<b>-0,2%</b>	<b>17.349,00</b>	<b>2,4%</b>	<b>40.979,00</b>	<b>4,7%</b>
Proventi e oneri finanziari	- 13.636,00	-1,8%	- 10.491,00	-1,5%	- 29.818,00	-3,4%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>- 15.097,00</b>	<b>-2,0%</b>	<b>6.858,00</b>	<b>1,0%</b>	<b>11.161,00</b>	<b>1,3%</b>
Imposte	- 1.142,00	-0,2%	- 5.349,00	-0,7%	- 9.410,00	-1,1%
<b>Risultato di esercizio</b>	<b>- 16.239,00</b>	<b>-2,2%</b>	<b>1.509,00</b>	<b>0,2%</b>	<b>1.751,00</b>	<b>0,2%</b>




Come emerge dalla lettura dei dati sopra esposti, nel triennio 2017 – 2019, antecedente allo scoppio della Pandemia Covid-19, la società registrava un valore della produzione medio di circa € 890 mila, conseguendo un EBITDA medio di circa € 213 mila. Il risultato netto di esercizio del triennio 2017 – 2019 si è attestato su un valore medio positivo di circa € 11 mila, dopo aver registrato ammortamenti medi per € 171 mila circa e interessi passivi medi per circa € 22 mila.

Sia nel 2020 che nel 2021, la società ha subito una forte contrazione dei ricavi rispetto alle annualità precedenti, registrando un valore della produzione di circa € 730 mila, quale evidente conseguenza delle restrizioni e degli effetti determinati dal diffondersi dell'emergenza epidemiologica.

Nel biennio 2020 – 2021, l'EBITDA della società si è attestato su un valore medio di circa € 74 mila. In particolare, nell'esercizio 2020 l'EBITDA è stato pari ad € 94 mila, in forte contrazione rispetto agli esercizi precedenti in forza della riduzione dei ricavi, mentre nell'esercizio 2021 è stato pari ad € 53 mila, in ulteriore contrazione in conseguenza dell'incremento dei costi per servizi a fronte di un fatturato sostanzialmente stabile.

Pur registrando una forte riduzione del margine operativo lordo, la società ha conseguito comunque risultati di esercizio in sostanziale pareggio, grazie alla sospensione degli ammortamenti permessa dalla normativa speciale emanata in risposta all'emergenza epidemiologica.

Nell'esercizio 2022, la società ha registrato nuovamente un valore della produzione sostanzialmente in linea con quello conseguito negli esercizi precedenti al 2020, e pari ad € 865 mila. Nonostante ciò, il margine lordo (EBITDA) si è comunque attestato a valori significativamente inferiori a quelli registrati nel periodo “ante COVID”, in forza di maggiori costi del personale e maggiori oneri diversi di gestione, su cui tuttavia ha influito altresì un importo di € 29.080,00 a titolo di IMU non di competenza dell'esercizio.

Più nel dettaglio, il prospetto seguente riporta i dati analitici di conto economico relativo agli esercizi dal 2019 al 2022 desumibili dai bilanci di verifica.



	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ricavi da domiciliazione	14.400,00	-	-	-
Ricavi servizi manutentivi	371.783,42	367.243,42	367.243,44	367.243,44
Ricavi da corrispettivi	383.385,12	240.885,13	282.667,56	409.537,21
Ricavi per lavanderia	12.372,63	8.493,44	6.182,79	12.662,27
Ricavi per rimborso utenze	57.517,56	58.523,31	48.853,39	57.151,01
Affitti attivi	25.387,18	27.465,16	23.840,78	43.954,94
<b>Totale ricavi</b>	<b>864.845,91</b>	<b>702.610,46</b>	<b>728.787,96</b>	<b>890.548,87</b>
<b>Altri ricavi e proventi</b>	<b>87,70</b>	<b>14.820,37</b>	<b>9.521,01</b>	<b>7,82</b>
<b>Valore della produzione</b>	<b>864.933,61</b>	<b>717.430,83</b>	<b>738.308,97</b>	<b>890.556,69</b>
<b>Materie prime</b>	<b>18.124,62</b>	<b>18.442,11</b>	<b>10.663,23</b>	<b>11.130,94</b>
Servizi	2.727,57	5.044,42	9.096,02	11.474,43
Portineria	118.605,00	118.260,00	118.260,00	118.260,00
Coronavirus	9.735,00	19.630,45	11.539,80	-
Manutenzioni ordinarie	62.852,68	61.656,99	27.156,20	64.783,20
Manutenzioni straordinarie	-	-	3.334,00	5.665,60
Spese condominiali	54.811,75	56.221,17	42.386,05	40.268,35
Telefono	1.529,05	2.114,83	2.355,83	3.480,18
Assicurazioni	8.587,04	8.772,93	9.132,21	5.957,75
Spese di vigilanza	3.684,00	3.684,00	3.751,54	3.684,00
Gas	2.324,54	1.688,41	1.502,97	2.171,84
Gestione calore	58.787,84	59.905,35	49.387,50	62.335,58
Costi indeducibili	1.053,87	2.871,37	270,56	95,70
Beni strumentali	10.817,66	5.733,75	5.678,39	1.515,34
Consulenze amministrative	6.822,40	7.134,40	6.822,40	7.143,40
Consulenze legali	-	1.684,80	-	1.614,60
Consulenze tecniche	5.464,12	3.968,40	2.948,40	5.023,20
Elaborazione dati	1.672,00	1.151,00	753,00	1.134,70
Spese di pulizia	31.923,25	23.190,16	18.613,00	26.623,50
Pubblicità	-	2.850,00	-	-
Prestazioni occasionali	1.250,00	1.280,50	-	-
Spese varie per servizi	1.285,72	6.246,00	2.958,91	6.595,26
Compenso degli amministratori	25.111,35	23.198,64	23.892,98	27.799,91
Rimborso consumi energia elettrica	17.367,58	27.043,00	38.103,79	24.082,56
Rimborso consumi acqua	5.561,64	10.051,37	8.641,69	13.657,63
Altre minori	2.533,41	2.299,56	622,61	1.364,06
<b>Per servizi</b>	<b>434.507,47</b>	<b>455.681,50</b>	<b>387.207,85</b>	<b>434.730,79</b>
Noleggio fotocopiatrice	906,51	1.050,22	1.558,33	1.347,73
Noleggio biancheria	11.233,22	5.997,31	-	-
<b>Per godimento beni di terzi</b>	<b>12.139,73</b>	<b>7.047,53</b>	<b>1.558,33</b>	<b>1.347,73</b>
<b>Per il personale</b>	<b>139.798,79</b>	<b>117.268,80</b>	<b>102.604,40</b>	<b>109.134,74</b>
<b>Ammortamenti</b>	<b>71.801,61</b>	<b>30.143,49</b>	<b>90.304,48</b>	<b>168.876,85</b>
Imposte e tasse	6.594,04	-	2.586,85	2.342,11
Tassa rifiuti	38.538,00	21.676,00	25.798,00	32.662,00
Imposta di registro	323,66	150,00	142,25	228,00
IMU	87.240,00	38.826,71	58.160,00	58.160,00
Consorzio bonifica	1.846,47	-	-	851,78
Altri	1.758,57	2.695,65	5.502,17	8.224,20
<b>Oneri diversi di gestione</b>	<b>136.300,74</b>	<b>63.348,36</b>	<b>92.189,27</b>	<b>102.468,09</b>
<b>Proventi e oneri finanziari</b>	<b>34.404,26</b>	<b>13.365,51</b>	<b>17.033,33</b>	<b>22.278,10</b>
<b>Straordinari</b>	<b>6.695,43</b>	<b>5.275,63</b>	<b>51.845,22</b>	<b>- 3.389,39</b>
<b>Imposte e tasse</b>	<b>9.410,00</b>	<b>5.349,00</b>	<b>1.142,00</b>	<b>9.167,00</b>
<b>Risultato</b>	<b>1.750,96</b>	<b>1.508,90</b>	<b>- 16.239,14</b>	<b>34.811,84</b>



Come emerge dal dettaglio del conto economico, i ricavi della società sono formati per circa il 45 % da corrispettivi, ossia ricavi conseguiti a fronte della locazione delle unità abitative di proprietà della società, e per il 45 % circa dal contratto di global service sottoscritto dalla società con la ARDSU Toscana per la gestione dei piani superiori del complesso immobiliare (ricavi servizi manutentivi).

Dal lato dei costi, gli oneri più rilevanti riguardano i costi di portineria (pari ad € 118.605,00 e rimasti costanti negli ultimi esercizi), i costi per manutenzioni ordinarie (che salvo nell'esercizio 2020 sono risultati pari a circa € 62 mila annui) e le spese condominiali, di pulizia e di gestione del calore.

Per quanto riguarda queste ultime, ed in particolare le spese condominiali e di pulizia, negli ultimi esercizi si è registrato un incremento significativo delle relative spese, che hanno ridotto la marginalità della società.

Nel prospetto che segue, si riporta la situazione patrimoniale della Evergreen al 31 dicembre 2022, sulla base delle informazioni contenute nell'ultimo bilancio depositato e nella situazione di verifica ottenuta dalla società.

ATTIVO	31/12/2022	PASSIVO	31/12/2022
<b>Immobilizzazioni materiali</b>	<b>3.350.967,10</b>	<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.321.443,24</b>
Terreni e fabbricati	3.332.734,30	Capitale e riserve	2.319.692,28
Attrezzature ind. e comm.	3.149,28	Risultato di esercizio	1.750,96
Altri beni	15.083,52	<b>TFR</b>	<b>79.258,61</b>
<b>Crediti</b>	<b>94.135,87</b>	<b>Fondi rischi e oneri</b>	<b>20.000,00</b>
Crediti verso clienti	46.188,78	<b>Debiti</b>	<b>1.194.759,80</b>
Crediti tributari	36.106,75	Debiti verso banche	405.591,63
Crediti verso altri	11.840,34	Debiti verso fornitori	120.103,17
<b>Disponibilità liquide</b>	<b>190.452,41</b>	Debiti tributari	15.696,40
<b>Ratei e risconti attivi</b>	<b>108,90</b>	Debiti v. ist. prev.	3.430,82
		Debiti IMU /ICI	570.929,19
		Debiti verso altri	79.008,59
		<b>Ratei e risconti passivi</b>	<b>20.202,63</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>3.635.664,28</b>	<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>3.635.664,28</b>

Alla data del 31 dicembre 2022, la società presenta un patrimonio netto di circa 2,3 milioni, a fronte di un attivo composto per la quasi totalità da immobilizzazioni materiali, costituite dal diritto di superficie che la società detiene in relazione al complesso immobiliare di Piazza Luigi Dallapiccola.

La società dispone inoltre di liquidità per circa € 190 mila, a fronte di debiti verso banche per circa € 406 mila, con una posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2022 pari dunque a circa € 216 mila.

Al passivo, tuttavia, oltre a debiti di fornitura e a normali debiti di funzionamento, si rileva la presenza di una voce particolarmente ingente, pari ad € 571 mila circa, relativa quanto ad € 549.435,19 a debiti tributari per IMU scaduti negli anni precedenti e non versati da parte della società.

Al riguardo si precisa che lo scrivente ha chiesto copia degli avvisi di accertamento ricevuti dalla società, potendo appurare che il valore iscritto in contabilità a titolo di IMU scaduta non include parte degli interessi e sanzioni dovuti sui debiti scaduti. In particolare, secondo la ricostruzione operata dallo scrivente, sulla base degli impositivi ricevuti dalla società, il debito fiscale per IMU/ICI scadute a carico della società, comprensivo di interessi e sanzioni, ammonta complessivamente ad € 659.790,80, risultando pertanto maggiore di € 110.355,61 rispetto al valore indicato in contabilità, il tutto come da tabella che segue:

Debito con interessi e sanzioni 2013	75.763,97
Debito con interessi e sanzioni 2014	39.028,43
Debito con interessi e sanzioni 2015	76.342,61
Debito con interessi e sanzioni 2016	76.175,38
Debito con interessi e sanzioni 2017	76.100,25
Debito con interessi e sanzioni 2018	76.246,72
Debito con interessi e sanzioni 2019	76.246,72
IMU 2020	58.160,00
Sanzioni 2020	17.448,00
IMU 2021	38.826,71
Sanzioni 2021	11.648,01
IMU 2022	29.080,00
Sanzioni 2022	8.724,00
<b>Totale</b>	<b>659.790,80</b>
Debiti IMU in contabilità	549.435,19
<b>Differenza</b>	<b>110.355,61</b>



Lo scrivente ritiene che nel valore dell'indebitamento finanziario debba essere ricompreso altresì il debito tributario per IMU scaduto come sopra calcolato. Tale debito, infatti, trattandosi di debito scaduto, non può essere ricompreso tra i debiti di funzionamento della società, e deve essere correttamente considerato quale debito di natura finanziaria.

#### 4. Metodo di valutazione adottato

La presente valutazione è effettuata applicando il metodo DCF (Discounted Cash Flow) stimando i flussi di cassa nella configurazione FCFF (Free Cash Flow to Firm).

A parere dello scrivente, infatti, il metodo in questione, universalmente riconosciuto in dottrina quale uno dei principali nella valutazione di azienda, risulta nel caso specifico il migliore al fine di stimare il reale valore della società.

Il valore attribuibile alla Evergreen, infatti, è pari ai flussi di cassa che la società sarà in grado di produrre fino in futuro.

Da questo punto di vista, lo scrivente osserva che, nel momento in cui terminerà il diritto di superficie della società sul complesso immobiliare di Piazza Luigi Dallapiccola, la società non avrà di fatto alcun bene al proprio attivo, salvo eventuali attrezzature e beni minori che saranno verosimilmente acquisiti al complesso immobiliare stesso.

È evidente pertanto che l'unico valore che può essere riconosciuto alla società equivale ai flussi di cassa positivi che la società sarà in grado di produrre entro il termine del diritto di superficie, data nella quale la società, salvo eventuali ulteriori accordi per la prosecuzione della gestione della struttura, avrà di fatto terminato il proprio operato.

Per quanto riguarda la configurazione sulla base della quale stimare i flussi di cassa, lo scrivente ritiene che, nel caso di specie, la determinazione dei FCFF sia preferibile sia in quanto tale configurazione non richiede la stima della movimentazione dei debiti finanziari, ossia il saldo tra accensione e estinzione

di nuovi finanziamenti, sia perché tale configurazione agevola la trattazione del debito tributario scaduto della società quale debito finanziario, come più avanti meglio descritto.

Ciò premesso, il valore dei flussi futuri è stato stimato partendo dai dati storici registrati dalla società nel periodo 2019 – 2022, rettificando i risultati futuri per tener conto del venir meno dell'effetto dovuto all'emergenza epidemiologica e delle ulteriori rettifiche necessarie, analiticamente descritte nel paragrafo seguente.

Ai fini della stima, i flussi sono stati stimati in maniera analitica nel triennio 2023 – 2025. Per il periodo successivo, assunto in misura pari a 27 anni, ossia in misura pari agli anni residui del diritto di superficie, il valore è stato determinato in misura pari ad un terminal value calcolato come rendita posticipata di un flusso di cassa prospettico attualizzato.

Il valore complessivo dei flussi di cassa disponibili per i soci come sopra determinato, è stato quindi attualizzato ad un tasso equivalente al costo del capitale per la società (WACC), stimato sulla base delle considerazioni meglio esposte nel successivo paragrafo 6. Ai fini della stima del terminal value, il tasso di attualizzazione è stato ridotto del valore dell'inflazione attesa, assunta quale tasso di crescita costante del flusso terminale.

## 5. Costruzione del conto economico prospettico e stima dei Flussi di cassa disponibili (FCFF)

Ai fini della stima dei flussi di cassa prospettici nel periodo di piano, ossia dal 2023 al 2025, lo scrivente ha utilizzato i dati del periodo 2019 – 2022, opportunamente rettificati.

I risultati sono riportati nei prospetti allegati (all.1), di seguito descritti.

In particolare, il flusso di cassa disponibile per l'esercizio 2023 è stato stimato sulla base di un conto economico prospettico costruito secondo le seguenti ipotesi:

- a) Ricavi da domicializzazione pari a quelli conseguiti nel 2022;
- b) Ricavi per servizi manutentivi pari al valore del contratto di global service stipulato con ARDSU;
- c) Ricavi da corrispettivi, lavanderia, rimborso utenze e affitti attivi aumentati del 5%, per tener conto dell'effetto inflattivo e della ulteriore ripresa delle attività post pandemia.

Dal lato dei costi, gli oneri prospettici sono stati stimati generalmente in misura pari alla incidenza percentuale degli stessi nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022, fatto salve le seguenti eccezioni:

- a) I costi per "coronavirus" sono stati assunti pari a zero;
- b) I costi per manutenzioni straordinarie, beni strumentali e consulenze tecniche sono stati calcolati in misura pari alla media dei corrispondenti valori assoluto assunti nel periodo 2019/2022;
- c) I costi per il personale sono stati assunti in valore assoluto coincidente con quello registrato nell'esercizio 2022;
- d) Tra gli oneri diversi di gestione, l'IMU è stata assunta in misura pari al valore storico di € 58.160,00.

Sulla base delle ipotesi sopra descritte, è stato stimato il reddito operativo lordo della società atteso per il 2023, che è risultato pari ad € 170.539,00.

Ai fini della stima del corrispondente flusso di cassa, sono state inoltre adottate le seguenti ipotesi:

- a) Il "capex" ossia le spese relative alle manutenzioni e riparazioni di beni strumentali non spesate nell'esercizio di sostenimento del costo, è stato

stimato in misura pari ad € 29 mila, ossia in misura pari alla media degli investimenti e dei costi capitalizzati dalla società nel periodo 2017 – 2022, come da tabella che segue:

Esercizio	CAPEX
2022	14.873,72
2021	28.711,45
2020	35.179,34
2019	12.553,00
2018	46.205,00
2017	37.598,00
<b>Media</b>	<b>29.186,75</b>



- e) Le imposte sul reddito sono state stimate in misura pari al risultato ante imposte per l'aliquota IRES del 24 % e IRAP del 4,82 %.

Ai fini del calcolo del reddito ante imposte, gli ammortamenti sono stati stimati dividendo il valore contabile netto residuo dei terreni e fabbricati al 31 dicembre 2022, pari a € 3.332.734,30, per gli anni residui del diritto di superficie, ossia 30 anni, ottenendo quindi un ammortamento di € 111.091,00.

Il flusso di cassa disponibile per l'impresa nel 2023 è stato calcolato in € 124.406,00, come da tabella che segue:

FCFF	2023
Reddito operativo lordo	170.539,00
Capex	-29.000,00
Imposte	-17.133,00
<b>Flusso di cassa disponibile</b>	<b>124.406,00</b>

Per quanto riguarda la stima dei flussi dei restanti anni, e conseguentemente anche per la stima del *terminal value*, lo scrivente ha ritenuto opportuno effettuare due diverse ipotesi:

- A) Nella prima ipotesi, più conservativa, i ricavi del 2024 e del 2025 sono stati assunti in misura pari a quelli dell'anno precedente aumentati del 5 %, per tener conto dell'effetto inflattivo e di un parziale adeguamento dei canoni di locazione e del canone di global service.
- B) Nella seconda ipotesi, più positiva, i ricavi del 2024 e del 2025 sono stati assunti in misura pari a quelli dell'anno precedente aumentati del 10 %, per tener conto dell'effetto inflattivo e di un maggiore e più favorevole adeguamento dei canoni di locazione e del canone di global service, potenzialmente possibile anche alla luce del mancato adeguamento del canone negli esercizi precedenti, pur in presenza di una inflazione significativa.

Per quanto riguarda i costi, in entrambe le ipotesi gli stessi sono stati mantenuti con una incidenza costante rispetto al fatturato, salvo per il costo del personale, che è stato aumentato solo in misura pari al 2 % del costo sostenuto nell'esercizio precedente, e per gli ammortamenti e gli oneri diversi, che sono stati mantenuti costanti.

Il reddito operativo lordo conseguente all'applicazione delle due ipotesi è risultato pari ad € 188.676,00 per il 2024 e ad € 207.803,00 per il 2025 nella prima ipotesi, e ad € 209.609,00 per il 2024 e ad € 252.809,00 per il 2025 nella seconda ipotesi.

In entrambi i casi, infine, il flusso terminale è stato stimato assumendo il reddito operativo lordo stimato per l'esercizio 2025, da cui detrarre l'importo di € 29 mila a titolo di capex e l'importo delle imposte.

Ai fini del calcolo delle imposte, lo scrivente ha ritenuto opportuno determinare gli ammortamenti del flusso terminale sommando all'importo di € 111.091,00, come in precedenza determinato, il valore annuo del capex ipotizzato, pari ad € 29.000,00, ottenendo un valore complessivo di € 140.091,00.

Sulla base delle predette *assumption*, il flusso di cassa FCFF terminale è stato stimato in misura pari ad € 159.289,00 nell'ipotesi più conservativa e in misura pari ad € 191.323,00 nell'ipotesi più positiva, il tutto come da prospetti già allegati sub. 1.

## 6. Stima del costo del capitale da utilizzare quale tasso di attualizzazione

Al fine della determinazione del WACC, ossia del tasso di attualizzazione da utilizzare per la stima del valore della società sulla base dei flussi di cassa disponibili per la società, si è proceduto come segue.

Il valore del D/E è stato stimato in misura pari al valore dell'indebitamento finanziario dell'impresa emergente dall'ultimo bilancio approvato, rettificato per tener conto dei maggiori debiti fiscali in precedenza indicati.

Nel calcolo del debito finanziario, come detto, è stato incluso altresì il valore del debito tributario scaduto, pari ad € 659.790,80.

Il valore D/E della società risulta pari a 0,3957, come da tabella che segue:

Dati bilancio al 31/12/2022	
Patrimonio netto	2.211.087,63
Debiti verso banche	405.591,63
Debiti tributari scaduti	659.790,80
Disponibilità liquide	-190.452,41
Totale PFN	874.930,02
<b>D/E</b>	<b>0,3957</b>

Il  $\beta$  unlevered è stato assunto quale media dei  $\beta$  unlevered rilevati dal sito internet del Prof. Aswath Damodaran, professore di corporate finance and valuation all'università Stern School of Business di New York, disponibili all'indirizzo <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, dei settori Real Estate (General/Diversified), per quanto riguarda la componente di locazione delle unità immobiliari, e Real Estate (Operations & Services), per quanto riguarda la componente Global service.

Tenuto conto che i ricavi delle due aree sono sostanzialmente equivalenti, lo scrivente ha usato pesi equivalenti per la media, ottenendo il risultato di 0,68, come da tabella che segue:

Real Estate (General/Diversified)	0,61
Real Estate (Operations & Services)	0,74
<b>Media Beta unlevered</b>	<b>0,675</b>

Applicando l'aliquota marginale del 24 %, ed il D/E dello 0,3957, il Beta levered risulta pertanto pari allo 0,88.

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, i dati utilizzati sono i seguenti:

$$R_f = 2,5 \%$$

pari al rendimento decennale di un'obbligazione AAA

$$\beta = 0,88$$

pari al  $\beta$  levered in precedenza calcolato

$$\text{Premium risk} = 8,33 \%$$

pari al valore del premio per il rischio per l'Italia indicato nelle banche dati del Prof. Aswath Damodaran

Sulla base dei predetti parametri di riferimento, il costo del capitale proprio è pari al 9,83 %, come da tabella che segue:

Risk free	2,5 %
Beta levered	0,88
Equity risk premium Italia	8,33 %
<b>Ke</b>	<b>9,83 %</b>

Il costo del debito ante impatto fiscale è stato assunto in misura pari al 5 %, pari al valore Eurirs a 10 anni con uno spread di due punti percentuali, equivalente ad un costo del debito post impatto fiscale del 3,80 %.

Il WACC risulta pari pertanto all'8,12 %, come da formula seguente:

$$WACC = K_e \frac{E}{D + E} + K_d \frac{D}{D + E} = 9,83 \% * 71,6\% + 3,80\% * 28,4 \%$$

Per quanto riguarda la stima del *terminal value*, lo stesso è stato assunto in misura pari ad una rendita di 30 anni pari con tasso di crescita costante del 2%, assunto quale valore dell'inflazione tendenziale.

## 7. Stima del valore della società e conclusioni

In conclusione, attualizzando i flussi di cassa prospettici e sommando il *terminal value*, si ottiene un valore di *enterprise value* di € 2.076.390,00 nella prima ipotesi, più conservativa, ed un valore di *enterprise value* di € 2.459.987,00 nella seconda ipotesi, che include ipotesi più favorevoli alla società, il tutto come da tabella che segue:

I IPOTESI - worst case	2023	2024	2025
FCFF	124.406,00	137.316,00	150.931,00
Tempo attualizzazione	0,5	1,5	2,5
<b>Valore attuale</b>	<b>119.643,00</b>	<b>122.140,00</b>	<b>124.167,00</b>
Flusso terminale	159.289,00		
Terminal value	2.079.122,00		
<b>Valore attuale terminal value</b>	<b>1.710.441,00</b>		
<b>Enterprise value</b>	<b>2.076.390,00</b>		



II IPOTESI - best case	2023	2024	2025
FCFF	124.406,00	152.216,00	182.966,00
Tempo attualizzazione	0,5	1,5	2,5
<b>Valore attuale</b>	<b>119.643,00</b>	<b>135.393,00</b>	<b>150.521,00</b>
Flusso terminale	191.323,00		
Terminal value	2.497.258,00		
<b>Valore attuale terminal value</b>	<b>2.054.430,00</b>		
<b>Enterprise value</b>	<b>2.459.987,00</b>		

Ai fini della valutazione, lo scrivente ritiene congruo e opportuno adottare, quale valore della società, il valore intermedio tra le due ipotesi formulate, e dunque un valore *enterprise value* di € 2.268.189,00.

Enterprise value worst case	2.076.390,00
Enterprise value best case	2.459.987,00
<b>Enterprise value medio</b>	<b>2.268.189,00</b>

Il valore del patrimonio netto della società è calcolabile sottraendo al valore dell'enterprise value così calcolato il valore dell'indebitamento finanziario.

Da questo punto di vista, come anticipato, lo scrivente ritiene che nel valore dell'indebitamento finanziario debba essere ricompreso altresì il debito tributario scaduto, comprensivo di interessi e sanzioni.

Tale debito, infatti, trattandosi di debito scaduto non può essere ricompreso tra i debiti di funzionamento della società, e deve essere correttamente detratto dal valore della stessa.

Il valore della posizione finanziaria netta da considerare al fine di stimare l'equity value della società è dunque pari ad € 874.930,00, come da tabella che segue.

Dati al 31/12/2022	
Debiti verso banche	405.591,63
Debiti tributari scaduti	659.790,80
Disponibilità liquide	-190.452,41
<b>Totale PFN</b>	<b>874.930,02</b>

In considerazione di quanto sopra, lo scrivente perito ritiene di poter stimare il valore del 100 % del capitale sociale della società Evergreen immobiliare s.r.l.

in **€ 1.393.259,00** (Euro

unmilione trecentonovantatremila duecentocinquantanove/00), che si arrotonda in **€ 1.390.000,00** (Euro unmilione trecentonovantamila/00).

Enterprise value	2.268.189,00
PFN	874.930,00
<b>Equity value</b>	<b>1.393.259,00</b>
<b>Equity value arrotondato</b>	<b>1.390.000,00</b>

Firenze, 5 dicembre 2023

(Dr. Leonardo Poggiali)  
