

Relazione di stima
del valore economico di
Veneto Logistica S.r.L.
al 30 settembre 2016



1

Indice

1.		INTRODUZIONE	
	1.1	Premessa	4
	1.2	Oggetto dell'incarico	4
	1.3	Informazioni utilizzate	5
	1.4	Data di riferimento	5
	1.5	Avvertenze	6
2.		DESCRIZIONE SINTETICA DELLA SOCIETA'	7
3.		DATI ECONOMICO – PATRIMONIALI CONSUNTIVI DELLA SOCIETA'	8-12
4.		METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	13
	4.1.1	Metodo finanziario	13
	4.1.2	Metodo comparativo: multipli di mercato e delle transazioni	17
	4.1.3	Metodo patrimoniale	18
	4.1.4	Metodo reddituale	20
	4.1.5	Metodo misto patrimoniale – reddituale	21
5.		ANALISI VALUTATIVA	24
		Metodo principale: patrimoniale rettificato	24
	5.1.1	Elementi generali	24
	5.1.2	Precisazioni ed analisi sul compendio immobiliare	29
	5.1.3	Precisazioni in ordine agli effetti di cui al D. Lgs. 19.08.2016 n. 175 ("legge Madia")	35

	5.2	Sintesi valutativa	37
6.		CONCLUSIONI	38

1. Introduzione

1.1 Premessa

Il sottoscritto dott. Luca Corò (di seguito "il Perito") ha ricevuto l'incarico (di seguito "Incarico") da Sistemi Territoriali S.p.A. (di seguito "Sistemi Territoriali" o la "Società") – società di diritto italiano con sede in Padova, piazza Zanellato n. 5, iscritta nel Registro delle Imprese di Padova – Rea 332977 – p.i. 03075600274 e c.f. 06070650582, capitale sociale di € 6.152.325,00 interamente versato – di predisporre una relazione di stima (di seguito la "Relazione") del valore economico della **Società Veneto Logistica S.r.L.** (di seguito anche "VE.LO."), società partecipata dalla Società nella misura del 56,64 % (cinquantaquattro/sessantaquattroper cento) da Sistemi Territoriali.

1.2 Oggetto dell'incarico

L'obiettivo della Relazione è di fornire una stima del valore economico della Società ai fini della collocazione in asta e vendita conformemente alle leggi vigenti in materia della partecipata nel presupposto che alla medesima trovino applicazione criteri di valutazione in una condizione di continuità e che essa non sia assoggettata a procedure di natura liquidatoria e/o che la stima sia adottata nel contesto di una valorizzazione legata ad operazioni straordinarie.

Sulla scorta di ciò, il presente documento di studio, raccolti i necessari dati ed esperite le opportune indagini, prosegue di seguito con la descrizione della Società, esplicita i criteri di valutazione adottati, effettua l'analisi di sensibilità dei

valori derivanti dall'applicazione del criterio prescelto, espone, nel paragrafo conclusivo, i risultati a cui è pervenuto.

1.3 Informazioni utilizzate

I dati, documenti ed informazioni (nell'insieme le "Informazioni") su cui la Relazione di stima si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società e da fonti di pubblica diffusione. Ne consegue che scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero risultare da imprecisioni, errori e omissioni nelle Informazioni a noi fornite.

Le principali Informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento dell'incarico comprendono:

- Bilanci di esercizio della Società relativi agli esercizi 2013, 2014 2015;
- Situazione economico-patrimoniale della Società al 30.09.2016;
- Fascicolo descrittivo ed analitico compumetrico ed estimativo del compendio immobiliare di proprietà di VE.LO.;
- Analisi dei contratti attivi e passivi e della documentazione proveniente dalla due diligence di natura amministrativo-contabile condotta sulla Società;
- Informazioni tecnico-commerciali ed immobiliari: siti diversi citati in relazione;
- Colloqui con il management di riferimento.

1.4 Data di riferimento

La data di riferimento della presente stima è il **30.09.2016** (di seguito la "Data di Riferimento").

Ai fini del lavoro da noi svolto si è avuta assicurazione da parte del management della Società circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

1.5 Avvertenze

Le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- La valutazione della Società è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale, prendendo in considerazione l'attuale configurazione e modello operativo ed organizzativo nonché l'attuale contesto normativo e regolamentare, tenuto conto degli elementi prospettici ragionevolmente ipotizzabili; pertanto non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari e/o inattesi e/o ad oggi non prevedibili;
- L'analisi valutativa è stata effettuata con il metodo patrimoniale, basato sulla situazione patrimoniale della Società alla Data di Riferimento e sui dati economici consuntivi della Società, con particolare attenzione profusa nell'analisi del compendio immobiliare, la cui documentazione di supporto di natura tecnica è stata fornita dalla Società e studiata analiticamente dal perito, anche coadiuvato da specialisti immobiliari con cui ha inteso confrontarsi, riscontrata altresì con accesso in loco;

- Lo Studio non ha effettuato alcun accertamento autonomo circa i dati contenuti nel fascicolo immobiliare non essendo richiesta l'analisi dello Studio sugli stessi;
- L'Incarico non prevede lo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale connesse a problematiche non riportate nelle Informazioni;
- La Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "oggetto dell'Incarico";
- Per "valore economico" o valore del capitale economico si intende il valore di riferimento al quale un'azienda o un bene può essere negoziato tra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate e dal loro potere contrattuale. Tale valore può differire in modo significativo dal "prezzo", che riflette anche considerazioni soggettive e/o di natura strategico-imprenditoriale per le parti e caratteristiche contingenti legate in modo specifico alla domanda ed all'offerta nonché al contesto particolare di carattere straordinario.

2. Descrizione sintetica della Società

Veneto Logistica S.r.L. è costituita nel novembre del 2002 con sede in Viale delle Industrie, n. 55 in Rovigo tra soci appartenenti al mondo imprenditoriale e dei servizi logistici ed intermodali per perseguire l'obiettivo di realizzare e gestire con ogni

7

attività accessoria infrastrutture mobili ed immobili dedicate all'intermodalità e logistica con l'acquisto degli eventuali immobili da adibire ai servizi integrati.

La Società potrà quindi svolgere ogni attività accessoria e/o connessa di natura mobiliare, immobiliare, commerciale, industriale e finanziaria atta a realizzare l'anzidetto obiettivo sociale.

3. Dati economico- patrimoniali consuntivi della Società

Si riportano nel seguito i dati economico patrimoniali consuntivi della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2014 e 2015.

(in euro/000)

VENETO LOGISTICA SRL				
Conto economico	2013	2014	2015	30.09.2016
Migliaia di Euro	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Ricavi vendite e prestazioni	1.155	1.255	1.322	966
RICAVI TOTALI	1.155	1.255	1.322	966
Crescita %	10.09%	10.05%	10.05	-
Costi operativi	586	638	659	518
EBITDA	569	617	659	448
Incidenza su Ricavi Totali %	49.2%	49.1%	49.85%	46.38%

8

Ammortamenti	365	367	367	275
EBIT	204	250	292	173
Incidenza su Ricavi Totali %	17.6%	19.9%	22.09%	17.91%
Proventi/(Oneri finanziari netti)	-239	-222	-244	-175
Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	0	
Proventi/Oneri Straordinari	1	-2	0	
Sub totale	-238	-224	-244	-175
RISULTATO ANTE IMPOSTE	-	26	48	-2
	34			
Imposte	-72	13	23	8
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	38	13	23	-10

I ricavi dell'esercizio 2015 si sono complessivamente assestati ad euro 1.322 migliaia contro ricavi di euro 1.255 migliaia dell'esercizio precedente con evidenza di un fatturato costantemente in crescita nell'ultimo triennio; il fatturato al 30.09.2016 è stimato in euro 966 migliaia.

L'ebitda nell'esercizio 2015 è stato pari ad euro 659 migliaia (pari al 49% sui ricavi) contro euro 617 migliaia (pari al 46% sui ricavi) dell'esercizio precedente; l'ebitda nell'ultimo triennio è in costante progresso a fronte di ammortamenti sulle

immobilizzazioni sostanzialmente invariati a circa arrotondato euro 365 migliaia, per l'esercizio 2015 pari a precisamente euro 367 migliaia.

Il risultato netto, dopo imposte di competenza, evidenzia un utile per l'esercizio 2015 per arroton. euro 23 migliaia (pari ad arroton. 2% sui ricavi) contro un utile di euro 14 migliaia dell'esercizio precedente, mentre l'esercizio al 30.09.2016 evidenzia un risultato in formazione negativo per arrotondati euro 10.000.

(in euro/000)

VENETO LOGISTICA SRL				
Stato patrimoniale	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/09/2016
Migliaia di Euro	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni immateriali	0	0	0	0
Immobilizzazioni materiali	11.806	11.441	11.075	10.800
Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0	0
IMMOBILIZZAZIONI	11.806	11.441	11.075	10.800
Crediti commerciali	466	737	803	598
Debiti commerciali	-762	-865	-672	-356
Ratei risconti NETTI	-7.099	-6.881	-6.732	-6.578
TFR	0	0	0	0
CAPITALE INVESTITO NETTO	-7.395	-7.009	-6.601	-6.336
Debiti verso Banche	-3.3578	-3.579	-3.599	-3.699
Disponibilità liquide	1	1	1	70
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	-3.577	-3.578	-3.598	-3.599
PATRIMONIO NETTO	834	854	876	865

Al 31 dicembre 2015 le immobilizzazioni nette assommano ad euro 11.075 migliaia; il capitale investito netto, al lordo della componente legata al processo di riscontazione, assume valori negativi per euro 6.601 migliaia, con una posizione

finanziaria netta negativa per euro 3.598 a fronte di un patrimonio netto di euro 876 migliaia al 31.12.2015 che per contro si colloca al 30.09.2016, rispettivamente, ad un capitale investito netto negativo per euro 6.316, ad una posizione finanziaria negativa per arrotondati euro 3.6 migliaia ed ad un patrimonio, al netto della perdita provvisoria al 30.09.2016, ad arrotondati euro 865 migliaia.

4. Metodologie di valutazione

Nel seguito si riporta una sintetica descrizione delle metodologie comunemente utilizzate per la valutazione della Società: il metodo finanziario, il metodo comparativo, il metodo patrimoniale, il metodo reddituale ed il metodo misto patrimoniale – reddituale.

4.1.1. Metodo finanziario

Il metodo finanziario o discounted cash flow ("DCF") si basa sull'assunzione che il valore di una società ad una certa data sia pari al valore attualizzato dei flussi di cassa operativi che si attende la stessa genererà nel futuro. Il periodo da considerare ai fini del calcolo dei flussi di previsione esplicita deve essere esteso fino al raggiungimento di una posizione di equilibrio sul mercato.

Successivamente la stima dei flussi futuri è incorporata nel calcolo del valore residuo (o "valore terminale") dell'attività operativa.

La formula per il calcolo del valore aziendale o Enterprise Value (EV) secondo il metodo DCF è la seguente:

$$EV = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right]$$

Dove:

F_t = unlevered free cash flow (flusso di cassa unlevered);

WACC = weighted average cost of capital (costo medio ponderato del capitale investito);

TV= valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita.

I flussi di cassa sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale. Sono calcolati su base annua e si ottengono dalla differenza fra l'EBITDA (margine operativo lordo), gli investimenti fissi lordi per il mantenimento delle normali condizioni operative, l'incremento di capitale circolante, le variazioni di fondi che non comportano esborsi di cassa e le imposte calcolate sul reddito operativo (che equivalgono all'imposizione fiscale che si avrebbe in ipotesi di assenza di oneri finanziari).

Al fine di attualizzare i flussi di cassa si utilizza il tasso WACC (weighted average costo of capital), rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Il WACC tiene conto delle diverse fonti di finanziamento dell'azienda e viene calcolato come segue:

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - t_c)$$

dove:

w_e e w_d = pesi attribuiti rispettivamente al capitale proprio ed al capitale di debito;

k_e e k_d = rispettivamente costo del capitale proprio e costo pre-tax del capitale di debito;

t_c = aliquota fiscale.

Il costo del debito di k_d è da intendersi come una stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti

di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il costo del capitale proprio k_e è da intendersi come una stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il costo del capitale proprio k_e è determinato secondo il CAMP (capital asset pricing model):

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = tasso risk – free;

β = Beta, coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento;

$r_m - r_f$ = premio per il rischio;

Per calcolare i pesi dei capitali proprio e di debito si fa riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società oggetto di valutazione opera.

Il valore terminale comunemente si calcola con il metodo di "Gordon" ipotizzando che il flusso di cassa stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato, cresca ad un tasso costante per il periodo terminale. In termini matematici si applica la seguente formula:

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

dove:

$F_{(n+1)}$ = livello del free cash flow dell'ultimo anno di proiezione esplicita, normalizzato prevedendo investimenti pari agli ammortamenti, variazioni del capitale circolante netto in base al tasso di crescita perpetua e assenza di effetti delle variazioni dei fondi; alternativamente il livello del free cash flow dell'ultimo anno normalizzato può essere calcolato con altre metodologie che permettano di determinare realisticamente un free cash flow stabile nel lungo periodo, tra queste si segnala il valore medio del free cash flow degli anni precedenti;

g = tasso di crescita perpetua dei free cash flow.

Alternativamente il valore terminale può essere calcolato ricorrendo al metodo del multiplo di uscita sull'EBITDA o "Exit Multiple", moltiplicando l'EBITDA atteso per l'ultimo anno di piano per un opportuno multiplo di uscita.

In entrambi i casi il valore terminale deve essere poi attualizzato alla data di valutazione al tasso WACC.

Il valore del capitale economico o Equity Value (EQ) è quindi calcolato sottraendo all'Enterprise Value determinato il valore di mercato della posizione finanziaria netta dell'azienda e aggiungendovi il valore di eventuali beni accessori non considerati nella stima dei flussi futuri (partecipazioni, immobili non strumentali, ecc.), secondo la seguente formula:

$$EQ = EV - PFN + VBA$$

dove:

PFN = valore di mercato della posizione finanziaria netta;

VBA = valore dei beni accessori.

4.1.2. Metodo comparativo: multipli di mercato e delle transazioni.

Il metodo comparativo dei multipli di mercato si basa sull'applicazione di moltiplicatori rivenienti dal mercato a significative grandezze economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti – i multipli – finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nel metodo comparativo dei multipli di mercato i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico relativi ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerando che il mercato esprime valori basati su quote di minoranza, qualora si valuti una quota di maggioranza del capitale si applica solitamente un premio di controllo basato su studi e ricerche empiriche.

A supporto dei multipli di mercato è anche possibile prendere in esame i multipli derivati dalle transazioni effettuate nel settore di riferimento, soprattutto se sono transazioni recenti. Tali multipli possono essere riferiti a quote di minoranza o maggioranza e quindi va valutata l'applicazione del premio di controllo.

4.1.3. Metodo patrimoniale

Vi sono due tipologie di metodo patrimoniale, il metodo del patrimonio netto rettificato ed il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo del patrimonio netto rettificato esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandolo come pari al valore di ricostruzione dello stesso nella prospettiva di funzionamento aziendale. Tale valore, infatti, coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

La valutazione di una società con il metodo del patrimonio netto rettificato richiede un dettagliato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, in alcuni casi, possono differire da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento al fine di tenere in debita considerazione il concetto di "costo di sostituzione".

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati ai fini patrimoniali possono essere così sintetizzati:

- Gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, sono valutati in base al loro valore di mercato;

- Il magazzino è valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- I beni strumentali e immateriali sono valutati in base al valore di mercato o al costo di ricostruzione a nuovo;
- I crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;
- Le partecipazioni sono valutate facendo riferimento alle quotazioni di mercato, al patrimonio netto rettificato o tramite altre metodologie valutative;
- Per quanto concerne i fondi accesi a spese future, al trattamento di fine rapporto e a passività potenziali ne è valutata la congruità e la pertinenza.

Il metodo del patrimonio netto rettificato non considera il valore di eventuali beni immateriali non iscritti a bilancio.

Il metodo patrimoniale complesso (di 1° o 2° grado) comprende invece la valorizzazione dei beni immateriali dell'azienda. Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali, che originano costi ad utilità differita nel tempo

– quali, ad esempio, la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti o la clientela – abbiano spesso un peso rilevante nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa dei quali dunque tenere conto in modo coerente.

4.1.4. Metodo reddituale

Il modello reddituale fonda il valore dell'azienda sulla capacità di generare reddito nella normale attività gestionale.

L'obiettivo è quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione "valore = redditività": $EQ = f(R)$.

La funzione che lega il valore del capitale economico dell'azienda è una funzione di attualizzazione, pertanto il valore d'azienda corrisponde alla sommatoria dei valori attuali dei flussi di reddito futuri dell'azienda.

Per ciò che concerne il tipo di funzione che relazione il flusso di reddito al valore del capitale economico dell'azienda si possono distinguere due tipologie di modelli reddituali, a seconda che i flussi di reddito si riferiscano ad un orizzonte temporale definito o infinito:

- Il metodo semplice, che si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito medio, normale e duraturo;
- Il metodo complesso, che costituisce un'evoluzione del precedente, in quanto attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Inoltre il calcolo dell'Equity Value può avvenire attraverso:

- Il metodo diretto, che si basa sulla stima dell'Equity Value tramite l'attualizzazione di redditi netti futuri dell'azienda;
- Il metodo indiretto, che si basa sulla stima dell'Enterprise Value tramite l'attualizzazione del reddito operativo, successiva sottrazione della posizione finanziaria netta.

Nel caso del metodo diretto si hanno quindi le seguenti formule:

$$EQ = R/K_e \qquad EQ = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{(1 + K_e)^t}$$

dove:

R= reddito netto normalizzato medio atteso;

R_t = reddito netto normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

Nel caso invece del metodo indiretto le formule sono le seguenti:

$$EQ = R_0 / WACC - PFN \qquad EQ = \sum_{t=1}^n R_{ot} - (1 + WACC)^t - PFN$$

dove:

R_0 = reddito operativo normalizzato medio atteso;

R_{ot} = reddito operativo normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

4.1.5 Metodo misto patrimoniale – reddituale

Il metodo misto patrimoniale – reddituale rappresenta una sintesi del metodo patrimoniale e di quello reddituale, con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.

Tale metodo consente di ridurre il margine di soggettività nel metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio.

Nel metodo misto, nella configurazione con stima autonoma dell'avviamento e nell'ipotesi di durata illimitata, il valore dell'azienda è dato dal patrimonio rettificato e dal valore dell'avviamento, il quale crea, rispetto al reddito normale, un surplus di reddito (o profitto), calcolato attualizzando i "sovra redditi" dei vari esercizi. Il sovrareddito è calcolato come la differenza tra il reddito normalizzato preso in esame (R o R_0) e il normale rendimento (K_e o $Wacc$) del capitale impiegato netto atteso (capitale proprio o capitale totale).

Nel caso di stima diretta dell'Equity Value la formula è la seguente:

$$EQ = PN_c + A$$

Dove:

PN_c = patrimonio netto a valori correnti;

A = valore dell'avviamento inteso come valore attuale dei sovra reddito.

Il valore dell'avviamento viene calcolato secondo la seguente formula:

$$A = N(R - (K_e * PN_c)) / K_e$$

dove:

R = reddito netto normalizzato medio atteso;

Nel caso invece di stima indiretta dell'Equity Value si hanno le seguenti formule:

$$EQ = CIN_C + A \cdot PFN \quad A = (R_0 - (Wacc * CIN_C)) / Wacc$$

dove:

CIN_C = capitale investito netto a valori correnti;

R_0 = reddito operativo normalizzato medio atteso.

5. Analisi valutativa

La valutazione della Società è stata effettuata mediante il metodo del **patrimonio netto rettificato**, basato prudenzialmente sui dati consuntivi, e testato in base al metodo comparativo del metodo reddituale.

5.1 Metodo principale: patrimoniale rettificato

5.1.1. Elementi generali

I valori patrimoniali oggetto di stima alla data del 30.09.2016 sono dunque i seguenti:

(Tabella)

VENETO LOGISTICA SRL		
Stato patrimoniale	31/12/2015	30/09/2016
Migliaia di Euro	Consuntivo	Consuntivo riclassificato
Immobilizzazioni immateriali	0	0
Immobilizzazioni materiali	11.075	10.800
Immobilizzazioni finanziarie	0	0
IMMOBILIZZAZIONI	11.075	10.800
Crediti (netto fondo svalutazione)	803	616
Disponibilità liquide	1	51
ATTIVO CIRCOLANTE	804	667
RATEI E RISCONTI	0	0
TOTALE ATTIVO	11.879	11.468
Capitale	875	875

(Perdita di esercizio e/o in formazione)		-10
TOTALE PATRIMONIO NETTO	875	865
FONDO RISCHI ED ONERI	0	0
TRATTAMENTO FINE RAPPORTO	0	0
DEBITI	4.271	4.025
RATEI E RISCOINTI	6.732	6.578
TOTALE PASSIVO	11.879	11.468

Analisi degli elementi attivi e passivi

a) Immobilizzazioni

Quanto alle immobilizzazioni materiali, comprendenti beni immobili e raccordi ferroviari nonché i beni mobili, rinviamo al punto 5.1.2. "Precisazioni ed analisi valutative sul compendio immobiliare".

Ai fini valutativi valorizziamo la posta per complessivi euro 7.719.000 per le motivazioni analitiche di cui infra.

b) Crediti commerciali

Il valore contabile alla data di riferimento è stato riscontrato in arrotondati euro 520.000 per fatture emesse e da emettere; esaminate le posizioni creditorie, in particolare studiata con attenzione la posizione del cliente Ship Service Venezia Srl, tenuto altresì conto del contenuto dell'accordo integrativo e modificativo del contratto di locazione datato 18.03.2016 che ha previsto una riscadenziatura del credito pregresso in corso di regolare pagamento, il valore contabile del credito viene integralmente confermato in sede di stima.

Il valore al 30.06.2016 si attesta quindi ad arrotondati euro 520.000.

c) Altre attività

Si confermano i valori contabili per euro arrotondati 77 migliaia a titolo di crediti vari di natura tributaria.

Tra le altre attività, stanzierei arrotondati euro 424.000 a titolo di credito per imposte differite attive relative al calcolo della potenziale deducibilità fiscale derivante dall'eventuale minusvalenza che deriverebbe dalla vendita a valore corrente degli immobili stimati.

Infatti la stima con il metodo patrimoniale ha introdotto una minusvalenza latente sul valore di eventuale realizzo dell'immobile per arrotondati euro 3.088.000. Posta l'adozione di tale metodo che accerta la minusvalenza -essa stessa potenziale- alla data di riespressione in termini di correnti del valore non monetario, allineandomi alla migliore dottrina in materia¹, ho provveduto a stanziare un credito per imposte differite attive teoriche pari al 50% del vantaggio fiscale teorico.

d) Disponibilità liquide

Si conferma il valore contabile per arrotondati euro 70 migliaia riscontrato con la riconciliazione bancaria.

e) Fondi rischi ed oneri

¹ Si veda in tal senso L. Guatri, La valutazione delle aziende, Egea, Milano, 1998, sezione 15. "Gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze. I vantaggi fiscali delle minusvalenze e sulle perdite del passato".

Il Perito intende stanziare un fondo rettificativo che tenga in debito conto il fair value del derivato in essere sottoscritto dalla società con le seguenti caratteristiche:

codice strutturato: 0124934

nome: IRS MULTIFASE

descrizione: IRS VENETO LOGISTICA SRL

Prodotto: interest rate swap fixed floating acquisto 4.312.465 scadenza 10.04.2023

Data negoziazione: 30.04.2009

Data efficacia: 10.05.2009

Data scadenza: 10.04.2023

Valore nominale: euro 2.874.977

Valuta di riferimento: euro

Convenzione giorno lavorativo: modify following con aggiustamento

Tasso A Euribor 6M

Debitore del tasso A Banca

Data pagamento del debitore del tasso A: semestrale, 10.10 – 10.04. dal 10.10.2009

Base di calcolo del debitore del tasso A: 360 giorni effettivi

Tasso B: tasso fisso 3.38

Alla data di riferimento il fair value è negativo per arrotondati euro 726.000 integralmente stanziati a fondo rischi ed oneri.

Il fondo rischi accertato è quindi pari arroton. euro 726.000.

f) Debiti commerciali ed altri

I debiti di natura non bancaria riferibili a fornitori per euro 197 migliaia ed altri debiti residui per 159 migliaia sono stati verificati ed accertati; essi fanno riferimenti a debiti per la fornitura di servizi e debiti infragruppo.

La stima complessiva è quindi pari ad arrotondati euro 356 migliaia.

g) Debiti bancari

Si conferma il valore contabile accertato e riscontrato per arroton. euro 3.669 migliaia.

h) Ratei e risconti passivi

Per la natura stessa della posta, in sede di stima si azzera il valore.

5.1.2. Precisazioni ed analisi valutative sul compendio immobiliare

In ordine al compendio immobiliare, il perito ha provveduto a farsi coadiuvare da uno specialista individuato nella persona dell'architetto Stefano Barbazza con studio in San Donà di Piave (Venezia) in quanto professionista dotato di adeguato expertise nel settore specifico già coinvolto nella stima di analoghe strutture operante nel Veneto.

Con l'ausilio dello specialista, il Perito ha provveduto ad individuare gli immobili con la verifica della identificazione catastale, della destinazione urbanistica e della consistenza del **fabbricato A)**, comune di Rovigo, Viale delle Industrie, n. 55, sezione Urbana BO, zona censuaria 2, con foglio 8, mappali 1225 e 1226 e del **fabbricato B)** comune di Rovigo, Viale delle Industrie, sezione urbana BO, zona censuaria 2, con foglio 8, mappali 1232, sub. 2, 3, 4 e mappale 1233 area urbana, si è provveduto ad adottare un coerente criterio di stima da applicarsi alla specifica categoria di bene.

Nel presupposto della considerazione degli immobili in una condizione di piena e libera commercialità, la stima del peculiare compendio immobiliare è stata basata su **metodo di stima del costo di riproduzione deprezzato** a ragione della specifica peculiarità del compendio immobiliare costruito in base alla destinazione peculiare ed alla funzione specifica dell'attività logistica che si svolge nei siti che rende oltremodo difficoltosa la comparazione con altri beni simili presenti nel territorio.

Si tratta infatti di stimare due fabbricati adibiti a magazzini, attrezzati con banchina, di cui uno con impianti tecnologici idonei al ricevimento, movimentazione, stoccaggio e spedizione di prodotti alla rinfusa (granaglie).

Stima del costo di riproduzione deprezzato

Il costo di riproduzione deprezzato è composto dalla stima del costo lordo di ricostruzione dell'immobile, nel suo uso corrente, diminuito di un'aliquota che considera il deterioramento fisico, le varie forme di obsolescenza ed il livello di funzionalità alla data di stima. Il costo di riproduzione deprezzato è considerato un procedimento di stima accettabile per giungere ad un sostituto del valore di mercato per gli immobili, comprensivi di infrastrutturazioni ferroviarie dedicate ad essi integrate, ubicati in mercati specializzati e limitati, per i quali è difficile una comparazione diretta con beni simili.

Quindi, dopo attenta disamina, il Perito ha estrapolato due tipologie di costi di costruzione a nuovo, diversi in funzione delle caratteristiche costruttive dei due edifici precisando che nella valutazione si è considerato intrinsecamente anche il valore del sedime e dell'area scoperta.

Circa il valore unitario del **fabbricato A)**, per capannoni con struttura portante prefabbricata in cemento armato, copertura in travi a Y in cemento armato precompresso, tamponamento perimetrale in pannelli prefabbricati in c.a., pavimentazione rialzata per la realizzazione di banchina per carico/scarico, uffici e servizi interni, soppalchi tettoie ed altre componenti, si stima un costo di costruzione a nuovo di euro 1.200/mq.

Circa la determinazione del valore unitario del **fabbricato B)**, per questo capannone adibito a deposito di granaglie, considerate le murature in cemento armato, la tipologia di copertura, l'impiantistica, si stima un costo di costruzione a nuovo di euro 600/mq.

Per entrambi gli immobili oggetto di stima si è ritenuto di applicare una svalutazione legata all'età nonché alla qualità ed allo stato della manutenzione di circa il 12% corrispondente alla quota di ammortamento annuo di circa 1.5% per gli anni otto di età dei beni in considerazione del fatto che gli immobili sono stati resi agibili nel 2008 e si trovano in buone condizioni.

La determinazione del valore dei fabbricati è dunque così riassumibile:

A	Superficie commerciale mq. 6.934,50 * euro 600	€	4.160.700
	Quota infrastrutture euro 280.000 * 50%	€	140.000
	Svalutazione per età/manutenzione euro 4.160700 * 12%	€	(499.284)
	Totale valore immobile A.	€	3.801.416
B	Superficie commerciale mq. 7.502,68 * euro 1.200	€	9.003.201
	Quota infrastrutture euro 280.000 * 50%	€	140.000
	Svalutazione per età/manutenzione euro 9.003.2016 * 12%	€	(1.080.385)
	Totale valore immobile B.	€	8.062.830
	TOTALE VALORE FABBRICATI ARROT.	€	11.860.000

In base alle analisi, sia pur espresse in modo sintetico sopra riportate, il valore commerciale ed arrotondato delle infrastrutture e fabbricati, come sopra descritti, in base al metodo del costo di riproduzione deprezzato è quindi pari ad arrotondati euro 11.860.000.

Verifica indiretta con metodo reddituale

Per una verifica del valore così stimato ho effettuato un confronto con la redditività prodotta dal medesimo capitale applicando un saggio di interesse annuo lordo del 7% (settepercento) che valuto essere un tasso di remunerazione applicabile agli immobili di tale specie.

$$\text{Euro } 11.860.000 * 7\% = \text{euro } 830.200 \text{ lordo.}$$

Tale importo potrebbe essere confrontato con la redditività effettiva prodotta dall'attività oggetto della società svolta nei due immobili sin qui descritti. Al fine di permettere ad investitori indipendenti di valutare il tasso di rendimento; il tale circostanza, il tasso di rendimento esprimibile come rapporto tra il reddito netto prodotto dall'immobile ed il suo prezzo di acquisto, consente infatti ai potenziali acquirenti di confrontare diversi immobili attraverso la stima del tasso di ritorno dell'investimento effettuato con l'acquisto della loro proprietà; infatti il valore degli immobili a destinazione speciale è fortemente condizionato dal reddito atteso dall'attività che in essi si attua.

Il test come sopra effettuato appare positivo in quanto il fatturato medio derivanti dall'attività locativa è ampiamente superiore al valore verificato di mercato.

Eseguita tale stima di base sulla componente immobiliare, il perito introduce, in via cautelativa, una componente rettificativa al valore sopra esposto legata al combinato effetto di quanto di cui al D.Lgs. 175/2016 -di cui in modo più analitico alla sezione 5.1.3. di cui infra- che obbliga le società pubbliche alla dismissione in tempi certi e prevedibilmente brevi del proprio patrimonio partecipativo -di cui un approfondimento nella sezione che segue- cui, inoltre, si ritiene di aggiungere l'allineamento desunto dalla pratica di vendita adottata in base al novellato c.p.c.

in tema di esecuzioni immobiliari in linea con gli orientamenti di gran parte dei tribunali del Triveneto.

Il fattore rettificativo stimato è quindi pari al 25% (venticinqueper cento) per l'allineamento alle pratiche e disposizioni di cui alle procedure del c.p.c. a cui il Perito ha aggiunto una *componente straordinaria* legata al prevedibile "effetto **D.Lgs. 175/2016**" connesso alla necessità di una celere e certa esitazione/vendita della Società pari al **10% (dieciper cento)**.

L'effetto di tale duplice livello di ponderazione introduce quindi un indice rettificativo complessivo e cumulativo applicato al bene primario della Società (il compendio immobiliare) del **35% (trantacinqueper cento)** sul valore primo di stima; tale complessiva ponderazione apparirebbe, ad avviso dello scrivente, riflettere sufficientemente un parametro che consideri in modo coerente il rischio, l'incertezza ed il costo/opportunità a cui è esposto il venditore con necessità di esitare a motivo della coerenza delle ragioni tecnico-legislative sopra descritte².

² Ritengo che la situazione di Veneto Logistica Srl, per le caratteristiche esogene e cogenti rappresentate dal vincolo alla vendita, potrebbe ricondurre il tema della stima della società al più ampio tema della valutazione delle società in crisi (in generale definibili come "*stressed company*") e/o, forse meglio nel caso di specie, alla valutazione di società esposte a indicatori rilevanti di criticità e/o sottoposte a vincoli esogeni che ne influenzano la normale valorizzazione; in tale contesto ho esaminato l'orientamento di Guatri-Bini, in "*Il nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*", Milano, 2009 così come il precedente L. Guatri, "*La valutazione delle aziende*", Milano, 1998; da ultimo e più recente, ho verificato i contenuti ed i suggerimenti del documento del 31.07.2015 della Fondazione Nazionale dei Commercialisti, "*La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni.*" Ho trovato poi di interesse l'analisi delle pratiche dei tribunali in tema di valutazione in ipotesi di discontinuità per procedure concorsuali illustrata nel working paper n. 34, dicembre 2011, a firma di Giulia Barletta, "*La valutazione delle aziende in crisi*". La sintesi di queste riflessioni mi porta a considerare corretta o quanto meno giustificabile, al ns caso, l'applicazione del metodo patrimoniale sottovalutando quindi il metodo reddituale. Così come appare coerente al contesto dei vincoli imposti, la determinazione, al caso di specie, di un badwill (Guatri-Bini, sez. 13.6.3.) "*volto a decurtare sensibilmente (anche) il valore patrimoniale per esprimere il valore realizzabile*", ovvero -come da me preferito- dell'applicazione di indici rettificativi volti ad avvicinare il teorico valore patrimoniale a valori che rispondano a criteri di realizzabilità di mercato in modo quanto più certo e celere nel rispetto delle disposizioni delle leggi intervenute.

Per effetto di tale rettifica il valore del compendio immobiliare si qualifica in arrotondati euro 7.719.000.

Tale valorizzazione evidenzia una minusvalenza latente significativa per arrotondati euro 3.088.000 su cui ho ritenuto di stanziare un credito per imposte differite attive che tenga conto dei potenziali vantaggi fiscali che essa sottende; pur trattandosi di vantaggi meramente teorici, posta l'adozione del metodo patrimoniale che accerta tale minusvalenza -essa stessa potenziale- alla data di riferimento in sede di riespressione in termini correnti del valore non monetario, allineandomi alla migliore dottrina³, ho provveduto a stanziare il credito fiscale atto ad esprimere un "vantaggio" fiscale come elemento dell'attivo patrimoniale nella misura del 50% del vantaggio fiscale teorico.

³ Vedi nota 1.

5.1.3. Precisazioni in ordine agli effetti di cui al D.Lgs. 19.08.2016 n. 175 ("legge Madia")

Il D.Lgs. n. 175 del 19.08.2016 ha definito la nuova disciplina delle società partecipate delle Pubbliche Amministrazioni.

Il nuovo *testo unico in materia di società partecipate* è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale al n. 201 del 8.09.2016 e rappresenta un provvedimento di sistema volto ad introdurre una serie, articolata e complessiva, di provvedimenti in tema di società partecipate dalla Pubblica Amministrazione sotto diversi profili e materie, tra cui una serie di statuizioni volte ad un intervento di revisione e razionalizzazione delle partecipazioni detenute dalle P.A. atto a regolare processi di liquidazione, alienazione e dismissione delle società partecipate.

In tempi precedenti al D.Lgs., la Regione Veneto, sulla base degli indirizzi contenuti nella legge di stabilità 2015 (L. 190/2014), aveva già emanato la Deliberazione della Giunta Regionale n. 1931/2013 e n. 447/2015 che provvedevano a dare attuazione alla razionalizzazione in base ad una stringente azione di programmazione che vedeva, inter alia, la società Veneto Logistica S.r.L., partecipata di Sistemi Territoriali S.p.A., destinata alla dismissione.

Ora per il combinato disposto dei due livelli di decretazione, Veneto Logistica S.r.L. si trova ad essere formalmente inserita in un programma di vendita che, sulla base della corrispondenza e documentazione più aggiornata visionata dal perito, prevede l'attivazione dell'asta per la collocazione in vendita del pacchetto di proprietà detenuto entro il termine del 31.12.2016 con una previsione della conclusione del processo di vendita entro e non oltre il 30.06.2017.

In tale contesto valutativo si tenga conto della circostanza che il nuovo testo unico dispone agli articoli 20 e 24 una serie cogente di norme, con previsioni di sanzioni amministrative e procedimenti di liquidazione coattiva delle partecipate ex art. 2437 ter, comma 2, c.c. in caso di mancato rispetto dei termini previsti di vendita.

E' quindi questa particolare situazione di stringente necessità volta ad evitare il maggior danno che conseguirebbe ad una liquidazione della Società⁴ nonché di seguito di un chiaro indirizzo legislativo regionale e nazionale che impongono, *non suggeriscono e/o invitano*, la vendita della peritanda nei termini sopra riportati, circostanza questa cogente, non trascurabile e sanzionabile che condiziona, a giudizio dello scrivente, lo stesso valore della Società peritanda per la situazione di stretta necessità in cui il Venditore si è venuto a trovare.

In tal senso il perito ha inteso stimare un elemento rettificativo di valore applicato sul compendio immobiliare, quale driver estimativo che meglio avrebbe riflesso la limitata potenzialità negoziale che il venditore ha nella circostanza di specie.

Tale rettifica è stata stimata, in base ad orientamenti condivisi da tribunali in sede di dismissioni e vendite forzate, nella misura del **10% (dieci per cento)** sul valore degli immobili che si aggiunge all'indice rettificativo del 25% (venticinque per cento) come introdotto nel punto 5.1.2..

⁴ Il processo liquidatorio, assumendo valori di non continuità ed introducendo criteri di realizzo liquidatorio, nella normalità dei casi e con evidenza empirica assai generale, porta a realizzazioni delle attività inferiori a quelli in ipotesi di ordinaria attività sia pur scontati. Ho rivisto in tal senso anche le note di L. Guatri, op. cit., alla sezione 42. "D) I limiti inferiori nella valutazione del capitale economico: il valore di recupero, il valore di liquidazione."

5.2 Sintesi valutativa

Per quanto di cui sopra, il perito ritiene di sintetizzare la sua analisi con la seguente situazione patrimoniale al valore corrente e di estinzione sulla base del metodo patrimoniale applicato:

VENETO LOGISTICA SRL		
Stato patrimoniale	30/09/2016	30/09/2016
Migliaia di Euro	Consuntivo	Corrente
Immobilizzazioni immateriali	0	
Immobilizzazioni materiali	10.800	7.719
Immobilizzazioni finanziarie	0	
IMMOBILIZZAZIONI	10.800	7.719
Crediti	616	1.021
Disponibilità liquide	51	70
RATEI E RISCONTI	0	0
TOTALE ATTIVO	11.466	8.811
Capitale	875	-
<i>(Risultato in formazione)</i>	-10	-
STIMA PATRIMONIO CORRENTE NETTO	865	-
FONDO RISCHI ED ONERI	0	726
TRATTAMENTO FINE RAPPORTO	0	0
DEBITI	4.025	4026
RATEI E RISCONTI	6.578	0
TOTALE PASSIVO	11.466	4.751

Per quanto di cui alla presente tabella, che sintetizza la sezione di analisi valutativa, la stima del patrimonio netto corrente della Società Veneto Logistica S.r.L. sulla base del metodo patrimoniale è quindi pari ad **euro 4.060.000**.

6. Considerazioni conclusive

Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione e con riferimento alla data del **30 settembre 2016**, tenuto conto della valorizzazione primaria basata sul metodo patrimoniale e della ponderazione nonché delle indicazioni valutative ricevute dalla verifica effettuata con la stima reddituale, lo Scrivente attesta che il valore economico della **Società Veneto Logistica a r. l.**, con riferimento al 100% (centopercento) del capitale sociale, risulta pari ad arrotondati **euro 4.100.000** (quattromilionicentomila).

Padova Venezia, 28 novembre 2016

In fede,

dott. Luca Corro 

