

LUCA ASVISIO
DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE LEGALE
STUDIO DONDONA LUCA ASVISIO ALESSANDRO SCANAVINO E ASSOCIATI
DOTTORI COMMERCIALISTI
VIA GIUSEPPE GALLIANO, 15 - 10129 TORINO (TO)

Perizia di stima
del valore minimo
della partecipazione detenuta
dalla città di SUSÀ
nella
VALLE DORA ENERGIA S.r.l.



Luca Asvisio

[Signature]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

1. PREMESSA

1.1 Oggetto dell'incarico

Il sottoscritto dottor Luca Asvisio, nato a Torino, il 16 marzo 1965, domiciliato in Torino, via Giuseppe Galliano, 15, codice fiscale SVSLCU65C16L219E, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Torino al numero 1170 e nel registro dei Revisori Legali al numero 2450, è stato incaricato dalla città di SUSA, titolare di una quota di partecipazione del 12,75% del capitale sociale della società **VALLE DORA ENERGIA** costituita in Italia, con sede in Torino, Corso Svizzera, 95, capitale sociale euro 537.582,00, interamente versato, codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Torino 10334180014, (di seguito, anche "Società") di procedere alla redazione di una perizia che determini, il valore minimo della partecipazione posseduta dalla stessa città di Susa nella predetta **VALLE DORA ENERGIA S.r.l.**

Il sottoscritto perito ha conseguentemente proceduto all'accettazione della nomina, dando atto di non essere legato, né personalmente, né come studio professionale, agli Enti e alle Società indicate, nonché a coloro che hanno interesse alla determinazione della stima della predetta partecipazione, da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio, dichiarando altresì che non sussistono cause di incompatibilità, trovandosi in posizione di neutralità e di indipendenza nei confronti dei soggetti coinvolti.

1.2 Finalità dell'incarico

L'incarico ha lo scopo di individuare, descrivere e determinare il valore minimo delle quote al fine di una loro possibile dismissione.

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

2. INDIVIDUAZIONE DELL'OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 Documentazione utilizzata ai fini dell'espletamento del presente incarico

Ai fini dello svolgimento dell'incarico lo scrivente ha acquisito e fatto riferimento ai seguenti documenti pubblicamente disponibili sul sito internet di VALLE DORA ENERGIA nonché al Registro delle Imprese competente per territorio, e alla documentazione ad esso prodotta dai rappresentanti del medesimo Comune:

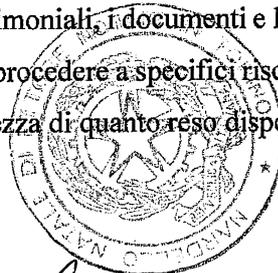
- Bilanci di esercizio dal 31 dicembre 2015 al 31 dicembre 2020 della Società;
- Visura camerale della Società, reperita presso il Registro delle Imprese;
- Progetto di riqualificazione Impianto Idroelettrico Salbertrand – Chiomonte;
- Piano Economico Finanziario del novembre 2020 della Società
- Analisi degli investimenti, delle previsioni di cash flow, e dell'attesa di dividendi della Società.

2.2 Affidabilità delle informazioni utilizzate

Nello svolgimento dell'incarico è stato fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, sull'accuratezza, sulla rappresentatività e sulla completezza degli elementi informativi analizzati: conseguentemente, lo scrivente, pur avendo adempiuto all'incarico con diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio, ma non avendo svolto alcun riscontro su tali aspetti, non si assume alcuna responsabilità in ordine alla veridicità, all'accuratezza, alla rappresentatività e alla completezza degli elementi informativi medesimi. Resta ferma la responsabilità dei soci e degli amministratori della Società per qualsiasi errore e/o omissione concernente tali documenti, dati e informazioni.

Si fa presente altresì che:

- i dati economici, finanziari e patrimoniali, i documenti e le informazioni raccolte sono stati esaminati con accuratezza senza procedere a specifici riscontri e verifiche, nel presupposto della correttezza e della completezza di quanto reso disponibile al perito;



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

- l'approccio seguito per lo svolgimento delle valutazioni è stato di tipo "Desk Analysis" e non ha comportato alcun tipo di revisione e controllo dei dati contabili contenuti nei documenti messi a disposizione, tutto ciò nel presupposto che i valori di bilancio siano rispondenti al vero;
- non è stata svolta alcuna attività di due diligence né alcuna attività di verifica circa la piena disponibilità dei beni aziendali o la presenza di oneri, vincoli, limiti, pegni, ipoteche, ecc.;
- le analisi svolte non hanno riguardato l'individuazione o la quantificazione di passività potenziali, di qualsiasi natura, non riportate nella documentazione esaminata;
- sono stati tenuti in considerazione soltanto gli eventi rilevanti noti alla data della presente relazione.

2.3 Restrizioni all'uso della presente relazione

La presente relazione di stima non potrà essere utilizzata in alcun modo e per nessuna ragione per finalità diverse da quelle indicate nel precedente paragrafo 1.2 "Finalità dell'incarico".

È qui inoltre opportuno precisare ed evidenziare che:

- la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
 - alcun giudizio sul valore di mercato della VALLE DORA ENERGIA S.r.l.;
 - alcuna raccomandazione all'esecuzione o meno dell'operazione in oggetto.
- I risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire la stima del valore minimo delle quote di VALLE DORA ENERGIA S.r.l. possedute dalla città di SUSÀ, come di seguito descritte al paragrafo 3.
- I risultati ottenuti e le conclusioni raggiunte nella presente relazione risultano in ogni caso subordinati al contesto valutativo di riferimento e non possono essere in nessun caso utilizzati per finalità differenti.

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

3. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ' OGGETTO DI STIMA

3.1 Descrizione dell'oggetto di stima

Le valutazioni economiche si sono basate sull'oggetto e sulle finalità dell'operazione stessa.

Nel caso in esame i singoli aspetti possono essere come di seguito identificati.

L'oggetto della presente valutazione è la partecipazione, a valori nominali di euro 68.541,70, della società **VALLE DORA ENERGIA** costituita in Italia, con sede in Torino, Corso Svizzera, 95, capitale sociale euro 537.582,00, interamente versato, codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Torino 10334180014 (la "Partecipazione"), costituenti, alla data odierna, il 12,75% del capitale sociale

In base all'incarico ricevuto, la finalità della valutazione è l'espressione di un autonomo parere avuto riguardo anche alle disposizioni dell'articolo 2465 codice civile

3.2 La configurazione di valore oggetto della stima

Esistono alcune nozioni generali che è utile richiamare:

- un valore oggettivo scaturisce da condizioni di utilità stabilmente riconoscibili da qualsiasi investitore. Un valore soggettivo discende invece da condizioni particolari, tipicamente riconducibili alla sfera di utilità di uno specifico operatore;
- un valore intrinseco, o fondamentale, è frutto di applicazione della razionalità economica nell'apprezzamento delle condizioni di base che lo giustificano. Un valore empirico deriva dall'analisi razionale della realtà di mercato in concreto osservata e presumibilmente osservabile in futuro, che talora può essere spiegata solo in termini generici;
- un prezzo è un dato contingente, che può non avere alcun collegamento con un valore comunque configurato.

Dati questi concetti generali, nel caso in esame la finalità e il contesto della valutazione condizionano la scelta della "configurazione di valore" di riferimento.



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

3.3 Descrizione della Società la cui partecipazion è oggetto di stima

VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

La Società, con sede legale in Torino, è una società a responsabilità limitata avente ad oggetto le seguenti attività:

- la progettazione, costruzione, direzione lavori e gestione di impianti di produzione di energia elettrica,
- la progettazione, costruzione e direzione dei lavori di costruzione di impianti elettrici, opere idrauliche e civili anche per conto di amministrazioni pubbliche e privati,
- la costruzione e la gestione di impianti tecnologici,
- la gestione di reti di distribuzione di energia elettrica.

Valle Dora Energia S.r.l. è stata costituita in data 27 maggio 2010.

La società ha sede in Torino e la durata è fissata sino al 31/12/2100.

Il capitale sociale ammonta a euro 537.582 e la compagine societaria è così costituita:

- Iren Energia S.p.A.: 49,00 % del capitale sociale;
- Città di Susa: 12,75% del capitale sociale;
- Comune di Chiomonte: 12,75% del capitale sociale;
- Comune di Exilles: 12,75% del capitale sociale;
- Comune di Salbertrand: 12,75% del capitale sociale;

Iren Energia S.p.A. controlla la società congiuntamente agli altri soci.

Valle Dora Energia s.r.l. non è sottoposta alla direzione e coordinamento da parte di nessuno dei soci.

Al 31 dicembre 2020 il capitale sociale risulta interamente versato.

Nell'agosto 2016 è stata portata a termine l'attività amministrativa finalizzata all'ottenimento degli atti autorizzativi e concessori per la riqualificazione degli impianti idroelettrici Salbertrand-Chiomonte e Chiomonte-Susa.

In data 27/12/2016 è stato sottoscritto il contratto VDE-IEN di affitto del ramo d'azienda costituito dagli impianti succitati e dalle relative pertinenze, efficienti e funzionanti. Sono oggetto del contratto anche i servizi erogati per la gestione del ramo (Power Management, Legale e Societario,

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

Amministrazione e Finanza, Contabilità Generale e Bilancio, Fiscale, Affari Regolatori, Acquisti e Appalti), regolati da specifici contratti intercompany.

Detti contratti con decorrenza 1° gennaio 2017 termineranno alla data di ultimazione delle attività di riqualificazione e comunque fino alla data di efficacia del successivo rinnovo. A dicembre 2017 hanno preso avvio i lavori con alcuni interventi propedeutici sugli edifici delle due centrali di Chiomonte e Susa.

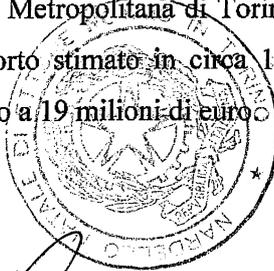
In sintesi gli interventi di riqualificazione dei due vecchi impianti idroelettrici hanno previsto il riassetto di entrambe le aste idrauliche (rifacimento di un tratto del canale derivatore, manutenzione di una condotta forzata, ecc.), rinnovo del macchinario di produzione (installazione di n. 4 nuovi gruppi idroelettrici, due a Chiomonte e due a Susa per una potenza complessiva di circa 15 MW) e dei relativi sistemi ed apparati elettrici, manutenzione straordinaria delle opere civili ed idrauliche.

I lavori di riqualificazione degli impianti sono stati portati a termine nel corso del 2020.

Nel corso del 2020, dopo lo sviluppo nel 2018 della progettazione esecutiva e l'espletamento delle cinque gare d'appalto, sono proseguiti i lavori avviati nel 2019 per la riqualificazione dei due impianti:

1. fornitura, realizzazione opere edili, installazione e messa in servizio di n.4 nuovi gruppi idroelettrici, a cura del R.T.I. S.T.E. Energy - Consorzio Imprese Padovane;
2. fornitura e messa in servizio di n. 2 carri ponte per le due centrali, a cura della ditta Orca;
3. fornitura e posa in opera degli organi idraulici, a cura dell'impresa Ergonbluenergy;
4. realizzazione delle opere edili, a cura dell'impresa Marietta;
5. realizzazione dei sistemi di controllo e automazione, a cura dell'impresa Caraglio;
6. posa in galleria del cavo di media tensione 15 kV tra le centrali di Chiomonte e Susa, collegamenti elettrici ed ottici minori, a cura della Valtellina S.p.A.

Complessivamente, le aggiudicazioni effettuate ammontano a circa 17,5 milioni di euro (9,4 milioni relativi al rinnovo dell'impianto Salbertrand-Chiomonte e 8,1 milioni al rinnovo dell'impianto Chiomonte-Susa). Nell'ambito delle autorizzazioni uniche (D. Lgs. n. 387/2003) rilasciate nell'agosto 2016 dalla Città Metropolitana di Torino sono altresì previsti investimenti per opere compensative per un importo stimato in circa 1,5 milioni di euro. L'investimento complessivo previsto si attesta pertanto a 19 milioni di euro.



Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

Su istanza presentata a seguito della definizione della progettazione costruttiva da parte dei diversi appaltatori, nell'aprile 2019 sono state rilasciate sempre dalla Città Metropolitana di Torino le varianti alle citate autorizzazioni uniche.

A novembre 2019 è stata sottoscritta la convenzione tra TELT e IREN Energia per la risoluzione dell'interferenza del cantiere Maddalena con la linea aerea 50 kV, attraverso il collegamento in cavo 15 kV nella galleria Chiomonte-Susa e lo smantellamento della linea aerea stessa. L'investimento sostenuto per la fornitura e posa del cavo sarà quindi integralmente rimborsato da TELT e IREN Energia e da questa a Valle Dora Energia per un importo di circa 1 milione di euro (non incluso pertanto nell'investimento complessivo di 19 milioni di euro).

Le principali lavorazioni proseguite nel corso del 2020 hanno interessato tutti i siti dei due impianti:

Impianto Salbertrand-Chiomonte

- a) opera di sbarramento e presa a Serre La Voute, canale derivatore, dissabbiatore e sifone di attraversamento della Dora Riparia, in comune di Salbertrand;
- b) sfioratore Pontet, in comune di Salbertrand;
- c) opera di presa Galambra, in comune di Exilles;
- d) nodo idraulico Ramats, camere di carico e organi di intercettazione, in comune di Chiomonte;
- e) collettore condotta forzata, gruppi di generazione (valvole, turbine, generatori) e relative fondazioni, canale di restituzione, in comune di Chiomonte.

Impianto Chiomonte-Susa

- f) opera di sbarramento e presa, in comune di Chiomonte;
- g) cavo 15 kV in galleria tra Chiomonte e Susa;
- h) ponte canale, in comune di Susa;
- i) camera di carico Blace e organi di intercettazione, in comune di Susa;
- j) collettore condotta forzata, gruppi di generazione (valvole, turbine, generatori) e
- k) relative fondazioni, canale di restituzione, in comune di Susa;
- l) sottostazione elettrica AT 130 kV, in comune di Susa.

Gli amministratori della società VALLE DORA ENERGIA sono Sergio SIBILLE (Presidente del Consiglio di Amministrazione), Nicola BRIZZO (Amministratore Delegato) e Marcello SCHIARA, Giulia CHIAMBERLANDO e Francesco BOLOGNA (Consiglieri).

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

La Società è sottoposta al controllo di un Collegio sindacale composto dal dottor Stefano RIGON (Presidente) e dalle dottoresse Sabrina PEIROLO e Margherita SPAINI (Sindaci Effettivi). I dottori Rosanna CHIESA e Giancarlo BOTTA sono Sindaci supplenti.

La società è inoltre sottoposta alla revisione di KPMG S.p.A.

Il bilancio 2020 oggetto di approvazione evidenzia la seguente situazione patrimoniale:

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO

Importi in euro			
	31/12/2020	31/12/2019	Var. %
Attivo immobilizzato	21.391.723	9.185.649	(*)
Altre attività (passività) non correnti	-	-	
<i>Attività correnti</i>	3.924.098	1.480.950	(*)
<i>Passività correnti</i>	(3.698.445) 225.653	(1.802.974) (322.025)	(*)
Capitale circolante netto	365.179	208.768	(*)
Attività (Passività) per imposte differite Fondi rischi e TFR	-	-	74,92
Capitale investito netto	21.982.556	9.072.392	(*)
Patrimonio netto			
Indebitamento (disponibilità) finanziario netto a medio lungo termine	2.029.310	2.742.415	(26,00)
(Attività) finanziarie a breve termine	19.953.246	6.329.977	(*)
Passività finanziarie a breve termine	19.953.246	6.329.977	(*)
disponibilità finanziaria netta a breve termine	19.953.246	6.329.977	(*)
disponibilità finanziaria netta			
Mezzi propri ed indebitamento (disponibilità) finanziario netto	21.982.556	9.072.392	(*)
(*) Variazione superiore al 100%			

Al 31 dicembre 2020 il capitale investito netto era pari a euro 21.982.556, costituito da attività immateriali per euro 21.391.723, da attività correnti per euro 3.924.098 (di cui euro 1.059.320 relativi a fatture da emettere a Iren Energia, euro 2.854.339 relativi a crediti verso Erario, euro 7.333 per crediti diversi, euro 46 per licenze d'esercizio anticipate ed euro 3.060 relativi a risconti finanziari attivi), da passività correnti per euro 3.698.445 (di cui euro 396.019 relativi a debiti verso il Gruppo Iren, euro 222.000 a debiti verso il Comune di Chiomonte, euro 50.000 verso la



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

Città di Susa, euro 3.019.472 per debiti verso altri fornitori ed euro 10.954 relativi a debiti diversi tributari) e da attività per imposte anticipate per euro 365.179.

Il patrimonio netto era pari a euro 2.029.310. La posizione finanziaria netta era pari a euro 19.953.246, costituita da debiti verso Iren S.p.A. per la gestione accentrata della tesoreria.

Il conto economico del 2020 mostra viceversa la seguente situazione:

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

Importi in euro			
	Esercizio 2020	Esercizio 2019	Var. %
Ricavi da prestazioni di servizi Altri ricavi e proventi	1.041.324 1.014.058	34.762 241.369	(*)(*)
Totale Ricavi	2.055.382	276.130	(*)
Acquisto di energia elettrica	71.834		(*)
Costi per servizi e per godimento di beni di terzi	(2.061.602)	(53.696) (980.327)	
Oneri diversi di gestione	(5.983)	(9.311) (226) (1.043.561)	(*)(35,75)
Costo del personale e amministratori			(100,00) 91,24
<i>Totale costi operativi</i>	<i>-(1.995.751)</i>		
Margine operativo lordo	59.630	(767.430)	(*)
Ammortamenti e accantonamenti netti	367.672	17.955	(*)
Risultato operativo	(308.042)	(785.385)	(60,78)
Proventi finanziari			-
Oneri finanziari	(311.474)	(41.942) (41.942)	(*)(*)
<i>Totale Proventi e oneri finanziari</i>	<i>(311.474)</i>		
Risultato prima delle imposte	(619.516)	(827.326)	(25,12)
Imposte d'esercizio	156.411	212.142	(26,27)
Risultato netto	(463.105)	(615.184)	(24,72)
(*) Variazione superiore al 100%			

Valle Dora Energia ha chiuso l'esercizio 2020 con una perdita di euro 463.105. Tale perdita, come sembra causata dal protrarsi dei lavori di riqualificazione degli impianti; la ripresa della produzione si è avuta solo nel terzo trimestre 2020.

I ricavi ammontano ad euro 2.055.382 e sono relativi alla vendita di energia elettrica verso Iren Energia (euro 1.041.324), al riaddebito, verso Iren Energia, dei costi sostenuti per il collegamento tra le centrali di Chiomonte e Susa (euro 959.056) e alla penalità per inadempienza contrattuale verso un fornitore terzo (euro 55.002). I ricavi sono in crescita grazie alla ripartenza della produzione di energia elettrica, in seguito al termine delle attività di repowering degli stessi. In tal

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

senso, i ricavi per la vendita di energia elettrica sono per la maggior parte merito dell'impianto di Chiomonte con una produzione di 20.195 MWh, a fronte di una produzione della centrale di Susa pari a 3.306 MWh.

I costi operativi sono pari a euro 1.995.751 e sono costituiti da uno storno di fatture da ricevere da Iren Energia per acquisto energia elettrica per euro -71.834 (di competenza 2018), costi per servizi e godimento beni di terzi per euro 2.061.602 (costituiti principalmente da costi per servizi tecnico-amministrativi da Società del Gruppo Iren per euro 1.015.205, corrispettivi per sbilanciamento energia elettrica per euro 110.749, consumi interni di energia elettrica per euro 57.143, canoni per derivazione acque per euro 314.585 e canoni di affitto del ramo di azienda per euro 295.901) e da oneri diversi di gestione per euro 5.983 (relativi a compenso per organismo di vigilanza per euro 3.120, tasse concessioni governative per libri contabili per euro 516, diritti camerali, imposte di registro, imposte di bollo e licenze di esercizio per euro 1.597, spese di rappresentanza per euro 725, ammende e sanzioni per anni precedenti per euro 25).

Il margine operativo lordo ha un importo positivo di euro 59.630 mentre il risultato operativo è negativo per euro 308.042.

Gli ammortamenti sono pari ad euro 367.672.

La gestione finanziaria evidenzia un saldo negativo per euro 311.474 relativo ad interessi passivi verso IREN S.p.A. per euro 311.070 e ad interessi di mora verso fornitori per euro 404. Le imposte anticipate sul reddito ammontano ad euro 156.411.

4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA

4.1 I metodi di valutazione prevalenti

Per la determinazione del valore attribuibile ad un'azienda ovvero ad una partecipazione al capitale sociale, la dottrina economico/aziendale e la pratica professionale hanno individuato diversi metodi, aventi natura:

- patrimoniale;
- reddituale;
- mista;
- finanziaria.



pag. 11

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

Tra i metodi di valutazione delle quote e delle partecipazioni in esercizio vengono ricompresi, solitamente, anche i metodi di tipo empirico, che prendono a riferimento i prezzi praticati dal mercato.

4.1.1 Metodi patrimoniali

Per quanto concerne i metodi patrimoniali, la loro caratteristica principale è quella di fondarsi su un principio di valutazione analitico dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio: tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili. Da un punto di vista metodologico preme sottolineare che, mentre gli elementi del passivo sono sempre tutti presi in considerazione ai fini valutativi, gli elementi attivi sono variamente trattati. Sotto questo punto di vista è possibile distinguere tra:

- metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali, cui sono sommati gli elementi immateriali suscettibili di autonomo trasferimento (brevetti, marchi, diritti di concessione, ecc.);
- metodi patrimoniali complessi, che attribuiscono un valore anche agli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale, a condizione che siano apprezzabili con qualche fondamento.

4.1.2 Metodi reddituali

Il concetto di base sul quale si fondano i metodi reddituali è che il valore dell'azienda o della partecipazione dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Il valore dell'azienda (W) è perciò percepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R):

$$W = f(R)$$

Tale funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano:

- di durata indefinita;
- di durata limitata nel tempo.

Quando l'ipotesi adottata è la prima, la formula per la determinazione del valore dell'azienda si esprime facendo ricorso al concetto di rendita perpetua:

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

$$W = R/i$$

dove:

- W = valore dell'azienda;
- R = reddito medio normale atteso;
- i = tasso di capitalizzazione.

Nel caso di un orizzonte temporale limitato nel tempo, la configurazione della formula valutativa è quella relativa all'attualizzazione di una rendita annua della durata di n anni:

$$W = R * a_n \neg i'$$

dove:

- W = valore dell'azienda;
- R = reddito medio normale atteso;
- n = anni dell'orizzonte temporale considerato;
- i = tasso di capitalizzazione.

Il ricorso all'adozione di un orizzonte temporale illimitato è la soluzione più frequentemente utilizzata; si è soliti ricorrere ad un orizzonte temporale limitato nei casi in cui le circostanze obiettive consentono di stabilire un limite temporale alla vita economica dell'azienda.

4.1.3 Metodi misti

I metodi misti abbinano congiuntamente i criteri informativi propri delle stime patrimoniali e di quelle reddituali.

La valutazione si basa sulla contemporanea considerazione dell'assetto patrimoniale dell'impresa e della sua presumibile redditività futura: tali metodi riducono il rischio di risultati eccessivamente forzati, per eccesso o per difetto.

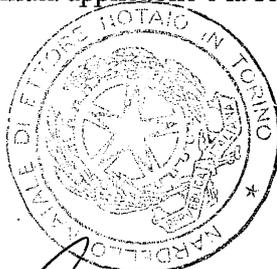
Si possono annoverare due formulazioni rientranti nella logica dei metodi misti:

1) Metodo del valore medio che è pari alla semisomma del valore ottenuto con il metodo patrimoniale (capitale netto rettificato) e del valore ottenuto con la capitalizzazione del reddito (metodo reddituale puro). La formula applicabile è la seguente:

$$W = 12 * (K + Ri)$$

dove:

- W = valore dell'azienda;



Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

- K = patrimonio netto rettificato;
- R = reddito medio atteso;
- i = tasso di capitalizzazione.

2) Metodo della valutazione autonoma dell'avviamento mediante il quale si integra il valore del capitale netto rettificato con il valore attualizzato del sovra-reddito, ossia del reddito scaturito dalla differenza tra reddito atteso e reddito normale.

Occorre evidenziare che si è in presenza di due concetti distinti di profitto: il profitto normale, corrispondente alla remunerazione normale del capitale, ed il profitto atteso. La remunerazione normale è calcolata applicando il tasso di interesse normale, rispetto alla tipologia di investimento, al patrimonio netto rettificato. Il sovra-reddito è attualizzato ad un tasso di attualizzazione idoneo, che deve essere interpretato come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. Rientrano in questo metodo formule differenti a seconda che si assuma come reddito atteso il reddito medio con orizzonte temporale limitato o illimitato.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte limitato ad n anni è la seguente:

$$W = K + (R - K * i') * a$$

dove:

- W = valore dell'azienda;
- K = patrimonio netto rettificato;
- R = reddito medio atteso;
- i' = tasso di interesse normale;
- n = anni dell'orizzonte temporale considerato;
- i'' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte illimitato è la seguente:

$$W = K + R - K * i$$

dove:

- W = valore dell'azienda;
- K = patrimonio netto rettificato;
- R = reddito medio atteso;
- i' = tasso di interesse normale;
- i = tasso di capitalizzazione.

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

4.1.4 Metodi finanziari

I metodi di tipo finanziario sono fondati sul concetto generale secondo cui il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro.

In particolare, la logica sottostante a tali metodi è la c.d. discounted cash flow analysis, che assume che il valore dell'azienda sia pari al valore dei flussi monetari complessivi ritraibili dalla sua gestione, attualizzato mediante l'applicazione di un tasso pari al costo medio del capitale, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento. A seconda che si consideri o meno l'indebitamento finanziario specifico dell'impresa il metodo finanziario può essere applicato nella versione "levered" o "unlevered". Quest'ultimo risulta essere il metodo maggiormente diffuso, il quale prevede la determinazione del valore dell'azienda sulla base della seguente formula:

$$W = EV - D$$

dove:

- W = valore dell'azienda;
- EV = valore totale delle attività dell'azienda (Enterprise Value);
- D = valore attuale dei debiti finanziari.

L'Enterprise Value di cui alla precedente formula viene determinato, a sua volta, mediante la seguente formula:

$$EV = \sum_{i=1}^n CF_i (1+k)^{-i} + TV(1+k)^{-n}$$

dove:

- EV = valore totale delle attività dell'azienda (Enterprise Value);
- CF = flussi di cassa attesi nel periodo di previsione (Cash Flow);
- n = durata (in anni) del periodo di previsione del flusso di cassa;
- k = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (i.e., Weighted Average Cost of Capital, "WACC");
- TV = valore finale, ossia all'anno n, dell'investimento (Terminal Value): in altri termini, il Terminal Value può essere definito come il valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo di previsione.



[Handwritten signatures]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

4.1.5 Metodi empirici

I metodi empirici per determinare il valore di un'azienda prendono a riferimento i prezzi praticati dal mercato. Al riguardo si evidenzia che rientrano tra i metodi empirici le valutazioni basate su "multipli di mercato" corrispondenti a prassi commerciali. I tipi di multiplo (fatturato, profitti, reddito operativo, margini, ecc.) ed i loro valori variano a seconda del settore merceologico di appartenenza delle aziende.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici, grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. Alternativamente, i multipli possono derivare da transazioni comparabili di compravendita. I multipli così definiti vengono quindi applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione (fatturato, profitti, reddito operativo, margini, ecc.), al fine di determinarne il valore.

4.1.6 Metodo delle quotazioni di mercato

All'interno delle metodologie empiriche, trova collocazione anche il metodo delle quotazioni di mercato. Tale metodo consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico presso il quale le sue quote sono trattate. Qualora, infatti, le quotazioni si riferiscano a titoli scambiati in mercati regolamentati, queste ultime rappresentano indici di apprezzamento attendibili relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, utili ai fini della determinazione del valore di una società. Di conseguenza, il metodo delle quotazioni di Borsa ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'impresa è quotata e si traduce nell'identificazione del valore economico dell'impresa nei valori espressi dalle quotazioni di mercato, rilevati in recenti ed appropriati periodi temporali.

Nel caso di specie, lo scopo è quello di calcolare i valori di riferimento ai fini della stima attraverso le quotazioni medie, semplici e ponderate per i volumi, riferite a un congruo arco temporale antecedente la data di stima.

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

4.2 Scelta del metodo di valutazione

Lo scrivente ha ritenuto opportuno, stante le finalità della presente, di valutare la Società e conseguentemente le partecipazioni detenute dalla città di Susa in VALLE DORA ENERGIA S.r.l., adottando da una parte il metodo dei dividendi attualizzati, ma di contemperarlo dall'altra, al fine di verificarne la veridicità, con la valutazione dell'enterprise value sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa per poi determinarne l'equity value nettando tale ammontare della posizione finanziaria netta al momento della sua attualizzazione.

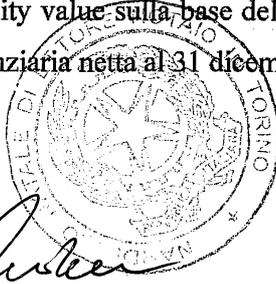
Entrambi i suddetti metodi conducono a determinazioni diverse alla luce del tasso di attualizzazione utilizzato.

Lo scrivente ha ritenuto necessario procedere ad una media complessiva dei valori complessivamente determinati in maniera tale da determinare per passi successivi il valore minimo della Società e quindi, mediante l'applicazione della percentuale di partecipazione, il valore minimo delle quote.

Non si è ritenuto di determinare premi di maggioranza o sconti di minoranza stante la situazione della complessiva suddivisione del capitale che vede certo la città di Susa in minoranza ma porta a considerare altresì il fatto che l'acquisto della Partecipazione da parte del socio di maggioranza relativa comporterebbe il superamento della soglia di maggioranza assoluta con le ovvie conseguenze sui quorum costitutivi e deliberativi.

5. DETERMINAZIONE DEL VALORE MINIMO DELLA PARTECIPAZIONE

Stante la situazione della Società alla data del 31 dicembre 2020 anzi descritta ed il piano economico finanziario previsto nel business plan, in appresso si indicano tanto i dividendi attesi che tra l'altro vedono una conferma per l'esercizio 2020 di quanto effettivamente erogato, quanto i flussi di cassa operativi attesi, che come confermano i due prospetti in appresso determinano - considerando i diversi wacc indicati nel 2,81%, 3,31%, del 3,81% ed infine del 4,31%, l'attualizzazione dei dividendi e l'equity value sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, al netto della posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2020.



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSÀ in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

La tabella dianzi esposta è riferita ad un wacc del **2,81%** e determina il valore della Società sulla base degli importi di seguito indicati e del criterio di stima scelto:

- a) Dividendi attualizzati
 - Valore societario euro **6.524.372,26**
- b) Flussi di cassa attualizzati
 - Enterprise value euro 22.972.211,70
 - Posizione finanziaria netta euro 15.923.976,00
 - Equity value euro **7.048.253,70**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Dividend	250.000,0	90.280,0	158.200,0	208.200,0	232.182,0	250.894,0	322.318,0	312.371,0	303.974,0	341.864,0		
Discount Period	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0		
Discount Factor	0,97	0,95	0,92	0,90	0,87	0,85	0,82	0,80	0,78	0,76		
Discounted Dividend	242.500,0	85.776,8	148.524,0	198.584,0	222.571,7	242.342,6	312.318,0	302.371,0	293.974,0	331.864,0		
Flusso di cassa operativo	(1.604.168,0)	1.483.533,0	1.503.500,0	1.494.693,0	1.497.198,0	1.502.437,0	1.214.806,0	1.442.038,0	1.567.227,0	1.558.543,0		
Classe												
Discount Period	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0		
Discount Factor	0,97	0,95	0,92	0,90	0,87	0,85	0,82	0,80	0,78	0,76		
Discounted Cash Flow	(1.559.550,0)	1.403.459,0	1.392.592,0	1.379.791,0	1.372.211,7	1.360.770,0	1.092.727,0	1.340.419,0	1.465.116,0	1.482.242,0		

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
364.093,0	381.871,0	379.828,0	392.479,0	402.242,0	425.667,0	448.493,0	493.200,0	478.327,0	499.241,0	520.382,0	540.006,0	590.810,0
11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0	21,0	22,0	23,0
0,74	0,72	0,70	0,68	0,66	0,64	0,62	0,61	0,59	0,57	0,56	0,54	0,53
323.247,7	327.177,3	325.167,8	335.154,5	335.359,5	352.034,2	379.380,2	421.177,1	423.002,5	449.571,0	465.221,1	482.221,1	520.830,0
1.548.810,0	1.514.198,0	1.506.933,0	1.489.718,0	1.460.518,0	1.242.047,0	1.184.816,0	1.387.009,0	1.480.516,0	1.475.393,0	1.468.751,0	1.462.369,0	1.425.965,0
1.426.010,0	1.512.150,0	1.508.933,0	1.487.142,0	1.460.518,0	1.242.047,0	1.184.816,0	1.387.009,0	1.480.516,0	1.475.393,0	1.468.751,0	1.462.369,0	1.425.965,0
11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0	21,0	22,0	23,0
0,74	0,72	0,70	0,68	0,66	0,64	0,62	0,61	0,59	0,57	0,56	0,54	0,53
1.271.287,7	1.271.177,3	1.270.167,8	1.279.154,5	1.279.359,5	1.296.034,2	1.323.380,2	1.365.177,1	1.367.002,5	1.393.571,0	1.409.221,1	1.426.221,1	1.464.830,0
1.147.287,7	1.147.177,3	1.146.167,8	1.155.154,5	1.155.359,5	1.172.034,2	1.200.380,2	1.242.177,1	1.244.002,5	1.270.571,0	1.286.221,1	1.303.221,1	1.341.830,0

Considerando gli altri wacc precedentemente indicati, si determina la griglia di valutazioni di seguito esposta:

Tasso di attualizzazione	Dividendi	Flussi di cassa
2,81%	6.524.372,26	7.048.235,7
3,31%	6.084.430,85	5.650.732,3
3,81%	5.682.896,93	4.364.340,1
4,31%	5.315.952,97	3.178.668,1

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

Considerando le medie tra il valore determinato dall'attualizzazione dei dividendi e l'equity value dei flussi di cassa operativi attualizzati al netto della posizione finanziaria netta, si evidenziano per ciascun tasso di attualizzazione il seguente range di valutazione per la Società:

<i>Tasso di attualizzazione</i>	
2,81%	6.786.303,99
3,31%	5.867.581,57
3,81%	5.023.618,50
4,31%	4.247.310,52

L'applicazione della percentuale del 12,75% relativo alla quota di partecipazione detenuta dalla città di Susa, fissa il seguente range di valutazione per la Partecipazione:

<i>Tasso di attualizzazione</i>	
2,81%	865.253,76
3,31%	748.116,65
3,81%	640.511,36
4,31%	541.532,09



[Handwritten signatures]

Perizia di stima del valore minimo della partecipazione posseduta dalla città di SUSA in VALLE DORA ENERGIA S.r.l.

6. DETERMINAZIONE DEL VALORE MINIMO DELLA PARTECIPAZIONE

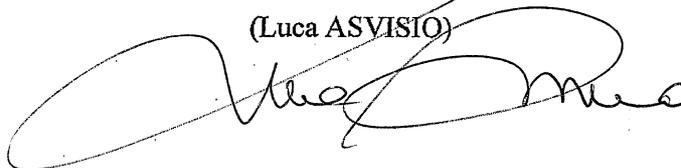
A conclusione delle considerazioni e delle valorizzazioni come sopra effettuate, l'esperto estimatore, anche ai sensi dell'articolo 2465 del codice civile, attesta che il valore minimo della Partecipazione, escludendo gli estremi e arrotondando l'importo netto, è almeno pari a **euro 650.000,00 (seicentocinquantamila/00)** ed il valore complessivo si fissa comunque in una forchetta ricompresa tra euro 650.000,00 (seicentocinquantamila/00) ed euro 850.0000,00 (ottocentocinquantamila/00).

In Fede.

Torino, 18 dicembre 2021

Il Perito Estimatore

(Luca ASVISIO)



Repertorio numero 6854

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventuno, il giorno ventisette del mese di dicembre

(27 dicembre 2021)

in Torino, nel mio studio in corso Duca degli Abruzzi 18.

Innanzi a me dottor Natale NARDELLO, Notaio con residenza in Torino, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e Pinerolo,

è presente:

- **ASVISIO Luca**, nato a Torino il giorno 16 marzo 1965 e domiciliato in Torino, via Giuseppe Galliano 15, codice fiscale SVS LCU 65C16 L219E, di cittadinanza italiana;

comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, che mi chiede di asseverare con giuramento la perizia che precede, redatta su numero 10 (dieci) fogli.

Io Notaio ammonisco ai sensi di legge il comparente che quindi presta giuramento come segue:

"Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni affidatemi al solo scopo di far conoscere la verità."

Quindi detta perizia viene vidimata dal comparente e da me Notaio.

Richiesto io Notaio ho ricevuto il presente atto che ho letto alla parte, la quale da me interpellata lo dichiara pienamente conforme alla sua volontà ed in conferma con me lo sottoscrive.

Scritto a mano e a macchina da me e da persona di mia fiducia su un foglio, per una pagina fin qui.

Luca Asvisio
Natale Nardello



Deposito di atti
solo in modo virtuale
Autorizzazione dell'agen-
zia delle entrate - Torino
provvisoria del 10/10/2020 - 10
Fido cartabiale di Torino
n. Prot. 2020/20215 del
29 febbraio 2020.