

**ANALISI  
DI  
DUE DILIGENCE**

**SOCIETA' "RINCICOTTI & ORCIANI SRL"**

## INDICE

I. OGGETTO E FINALITA' DELL'ANALISI.....	3
II. LA SOCIETA' OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	3
III. CRITERI DI VALUTAZIONE.....	6
IV. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE UTILIZZATE.....	14
V. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE CONTABILE ALLA DATA DEL 31.12.2001.....	15
VI. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA'.....	16
VII. CONCLUSIONI.....	22
Allegato	

## **I. OGGETTO E FINALITA' DELL'ANALISI**

Con atto deliberativo n.3 del 16.01.02 il Consiglio di Amministrazione della società ASET S.p.a. conferiva al sottoscritto Dott. Claudio Sanchioni, dottore commercialista con studio in Pesaro Viale F.lli Rosselli n. 46, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Pesaro al n. 67, l'incarico per procedere alla "redazione di un'analisi e di una stima dei valori della ditta Rincicotti & Orciani S.r.l.".

La stima, cui è finalizzato il presente lavoro, rientra nell'ambito di uno studio di fattibilità rivolto a valutare l'opportunità di un'acquisizione totale della ditta "Rincicotti & Orciani S.r.l." da parte della società ASET S.p.a..

Occorre quindi, in un processo di possibile acquisizione d'impresa, compiere un'attività d'indagine conoscitiva, che si concretizza in un'opera di "due diligence" riferita, nel caso di specie, all'area contabile della società *target*. Tale attività è tesa a raccogliere e verificare informazioni di natura patrimoniale, finanziaria ed economica e a evidenziare i punti di forza e di debolezza della società stessa.

## **II. LA SOCIETÀ' OGGETTO DI VALUTAZIONE**

### **Cronistoria e dati identificativi**

La Società oggetto di valutazione è la Società "RINCICOTTI & ORCIANI S.r.l." con sede in Fano (PS) Via Tombaccia 45/F, numero d'iscrizione del Registro delle Imprese di Pesaro e Urbino e Codice Fiscale n. 00245830419, r.e.a. 61409 avente Capitale Sociale di € 40.872 interamente versato.

La società, inizialmente società di fatto, nasce quale società in nome collettivo in data 24.12.1984 a seguito di regolarizzazione della stessa con atto Notaio Colangeli, ai sensi della L. 947/82.

Successivamente la società ha subito le seguenti modifiche societarie:

- in data 4/01/1988 la società è stata trasformata in Società in accomandita semplice e contestuale variazione della compagine sociale;
- in data 27/04/1988 ingresso di nuovi soci e trasformazione da sas a snc con contestuale proroga della durata;
- 13/07/1994 trasformazione da società in nome collettivo a società a responsabilità limitata;
- 12/06/1997 trasferimento della sede sociale;

La ripartizione del Capitale Sociale alla data di valutazione è la seguente:

- Orciani Carla nominali euro 5.926,44 pari al 14,50%;

- Cecchini Mario nominali euro	4.291,56	pari al 10,50%;
- Cinti Claudio nominali euro	10.218,00	pari al 25,00%;
- Rincicotti Umberto nominali euro	3.542,24	pari al 8,67%;
- Rincicotti Giulia nominali euro	1.362,40	pari al 3,33%;
- Rincicotti Francesca nominali euro	12.261,60	pari al 30,00%;
- Tagliabracci Mercedes nominali euro	3.269,76	pari al 8,00%;
- <b><u>Totale</u></b>	<b><u>40.872</u></b>	<b>pari al <u>100,00%</u>.</b>

La durata della Società è fissata ~~fino al 31.12.2050.~~

### **Oggetto sociale:**

La società alla data di valutazione ha per oggetto, così come da ultimo statuto:

“La raccolta, lo stoccaggio e lo smaltimento e lo scarico di pozzi neri, pulitura di fogne, di acque di scarico civile, industriale e di processo, di rifiuti speciali (solidi e liquidi), di liquami provenienti dalla pulizia di bottini, pozzi neri, reti fognarie e simili, nonché l'attività di autotrasporto di merci per conto terzi.

La stessa potrà compiere qualsiasi operazione commerciale, industriale, mobiliare, immobiliare e finanziaria (con esclusione delle operazioni regolate dalla Legge 23/03/1983 n. 77) necessarie od utili per il raggiungimento dello scopo sociale, assumere interessenze e partecipazioni in altre società o imprese aventi scopo analogo, affine o connesso al proprio”

**L'Organo Amministrativo** è composto di due coamministratori aventi i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria con firma tra loro disgiunta:

Amministratore

Sig.ra Orciani Carla

Amministratore

Sig. Rincicotti Umberto

### **Analisi del Settore**

La società opera principalmente nel settore dei servizi delle attività di spurgo di fosse biologiche e disintasamento delle condutture di scarico, comprese le attività di raccolta e trasporto di rifiuti speciali derivanti dai processi produttivi industriali.

Vengono effettuate altresì attività in favore di enti pubblici per il servizio di disinvasamento su strade e autostrade delle condutture pluviali.

La società realizza anche interventi (travasamento fanghi) in impianti di depurazione, impianti potabili, impianti di sollevamento della rete fognaria.

Da ultimo la società è autorizzata al trasporto di cose per conto terzi.

### **Parco Clienti**

Il parco clienti servito copre circa il 90% dell'utenza del comune di Fano comprese le relative frazioni e per un 70/80% l'utenza dei comuni limitrofi quali: la Vallata del Metauro e parte del comune di Pesaro. L'utenza servita è costituita per un quota pari a circa un 70/80% da privati e per la restante quota da enti, ~~amministrazioni pubbliche e aziende private.~~

### **Insedimenti produttivi**

Per i servizi offerti, l'azienda utilizza in locazione un capannone, formato da una superficie coperta di mq. 530 e una scoperta di mq. 900, localizzato nel medesimo luogo dove la società ha la propria sede sociale e precisamente in Fano (PS) Via Tombaccia 45/F.

### **Struttura organizzativa**

La struttura organizzativa della società è la seguente:

- A) – Ufficio Amministrazione e commerciale;
- B) – Reparto tecnico e manutenzione;

Il personale della società è composto di:

- N. 6 autisti operai

A) il *management* aziendale investe i seguenti settori:

- settore amministrativo diretto dal socio amministratore sig.ra Orciani Carla;
- settore commerciale diretto dal socio amministratore sig. Rincicotti Umberto.

B) Il personale tecnico alle dipendenze della società, costituito da 6 unità, permette il costante utilizzo dei mezzi tecnici, evitando anche in situazioni di ferie, malattie, permessi, ecc., disfunzioni nell'attività di fornitura dei servizi tipici dell'azienda.

L'azienda utilizza per la fornitura dei servizi i seguenti **mezzi tecnici**:

- n. 1 autospurgo - portata totale a terra 50 q.li - anzianità anni 2 -, realizzato su specifiche tecniche atte a servire i centri storici poiché in grado di raggiungere luoghi il più delle volte inaccessibili ai mezzi ordinari;

- n. 1 autospurgo su telaio a 2 assi – portata totale a terra 175 q.li – anzianità anni 10 -, macchina generica;
- n. 1 autospurgo su telaio a 3 assi – portata totale a terra 240 q.li – anzianità anni 14 -, macchina generica;
- n. 1 autospurgo su telaio 3 assi – portata totale a terra 330 q.li – anzianità anni 8 -, realizzato con specifiche tecniche che permettono di sfruttare le caratteristiche di massima portata e potenzialità.

Dal sopralluogo effettuato in azienda i suddetti mezzi risultano essere in buone condizioni tecniche e vengono sottoposti a regolare attività di manutenzione ordinaria.

E' altresì in fase di realizzazione un silos per lo stoccaggio provvisorio/deposito preliminare (capacità 15.000 lt.) al fine di migliorare l'autonomia e l'impiego degli autospurgo in quanto permette di ridurre i tempi di attesa degli automezzi negli impianti di depurazione.

#### **Strategia aziendale: punti di forza e di debolezza.**

Il settore di mercato cui si rivolge la società, oggetto della presente analisi, si presenta in una situazione congiunturale di forte espansione, in considerazione del forte radicamento nel territorio comunale e in quelli limitrofi, dovuta dalla mancanza di concorrenti diretti nell'ambito locale e alla particolarità del servizio offerto che richiede, oltre all'utilizzo di appositi automezzi di trasporto, adeguate capacità tecniche del personale coinvolto nell'attività di trattamento (trasporto) dei liquami e rifiuti.

### **III. CRITERI DI VALUTAZIONE**

#### **CONSIDERAZIONI GENERALI**

L'attività di "due diligence" posta in essere viene circoscritta all'area contabile della società oggetto di analisi.

Con tale metodologia si cerca di fornire un'adeguata informativa relativamente all'area economica e patrimoniale della società.

Tale analisi è indirizzata a verificare l'effettiva redditività, l'effettiva valutazione delle poste attive di bilancio e l'emersione di eventuali passività non dichiarate al fine di giungere ad una valutazione della società esaminata.

La valutazione di un'azienda consiste nell'attribuzione di un valore al capitale economico dell'azienda stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che

rappresenta il "valore" dell'azienda e che prescinde da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

Dalla valutazione del capitale economico di un'azienda deriva la valutazione delle sue singole parti: azioni o quote.

Le considerazioni relative all'attribuzione di un valore alle quote o del complesso aziendale, oggetto della presente analisi, sono riportate in seguito.

Per quanto riguarda i criteri di valutazione la dottrina economico - aziendale e la prassi professionale hanno elaborato diverse metodologie.

Il sottoscritto, dopo aver valutato le caratteristiche generali della società in esame e la qualità dei dati a disposizione, ha ritenuto opportuno determinare il valore economico dell'azienda in funzione sia del valore degli elementi patrimoniali sia della capacità di produrre reddito adottando quindi, il

#### Metodo misto patrimoniale-reddituale

I metodi elaborati dalla dottrina economico-aziendale vengono in seguito illustrati nei loro aspetti generali, esaminando per ciascuno i motivi della non applicabilità al caso in oggetto.

#### IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Nella fattispecie il presente metodo è da considerarsi obiettivamente non applicabile.

#### IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri sopra esposti con riferimento al metodo cosiddetto semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

I beni immateriali vengono definiti dalla dottrina aziendale come quell'insieme di risorse basate sulle informazioni di cui le imprese sono dotate.

Nella fattispecie tale metodo non sarà utilizzato in quanto lo stesso sembra finalizzato a Società immobiliari e dunque non compatibile con valutazioni di imprese industriali e commerciali.

Pertanto anche il presente metodo non potrà essere utilizzato nella presente analisi.

## IL METODO REDDITUALE

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata, da un punto di vista metodologico, come una semplificazione del metodo finanziario.

I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni dello stesso rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo.

Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;  
R è il reddito normale atteso;  
i è il tasso di remunerazione;

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;  
R è il reddito normale atteso;  
 $a_{\overline{n}|i}$  è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.



## **Il reddito normale atteso**

La previsione dei redditi da capitalizzare può fondarsi essenzialmente su quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Naturalmente il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato e che i dati possano inoltre essere stati influenzati da politiche di bilancio.

Il reddito che compare nella formula (basato sui risultati storici) è definito come "normale atteso", si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica (ammortamenti anticipati, sanzioni, ecc.);
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.

Ulteriore fattore da ricordare è la necessità di ricalcolare le imposte sul nuovo reddito determinato.

## **Il tasso di remunerazione**

La determinazione del tasso di remunerazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale: da un lato è infatti necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato.

Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio.

In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio.

Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso riferito alle caratteristiche tipiche dell'azienda presa in considerazione.

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in una azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;
- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Fenomeno di estrema rilevanza nella determinazione del tasso di remunerazione è l'inflazione, al punto che può risultare indispensabile l'adozione di alcune misure di cautela. Si osserva infatti come differenze anche minime nei tassi pesano notevolmente sul risultato finale.

### **Arco temporale di riferimento (Orizzonte temporale)**

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi è un problema estremamente delicato che, spesso, per semplicità viene risolto considerando la vita dell'azienda come illimitata.

Questo approccio viene anche giustificato dal fatto che l'abbattimento dei valori causato dalla progressione esponenziale dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata.

Questa ipotesi tuttavia non può essere accettata in quanto è chiaro che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito.

Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettiche di cui può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua dei suoi impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/commerciale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni, salvo situazioni particolari dove tale periodo è obiettivamente inadeguato per la particolare destinazione dell'attività dell'impresa e di conseguenza dei suoi investimenti.

Benché tale metodologia non analizzi gli *assets* aziendali verrà utilizzata, ai fini del presente lavoro, unicamente come parametro di controllo dei valori ottenuti con applicazione del Metodo Misto patrimoniale reddituale.

### METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

Una delle critiche rivolte ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituali è quella di offrire, nella maggior parte delle situazioni, una visione parziale dell'azienda oggetto del processo valutativo.

La prassi professionale ha quindi sviluppato metodi di valutazione cosiddetti misti con il chiaro obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse peculiarità aziendali.

I metodi misti hanno infatti la caratteristica di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, così da conciliare la maggiore obiettività del metodo patrimoniale con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Tra i diversi metodi misti elaborati, il più diffuso e significativo è rappresentato dal "metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio"; metodo questo che verrà adottato ai fini della presente valutazione.

Tale procedimento, assume nel calcolo del valore del capitale economico, il reddito medio atteso determinato mediante riferimento ai risultati storici opportunamente "normalizzati" così come illustrato a proposito del metodo reddituale o mediante adozione di risultati prospettici quantificati sulla base di ipotesi possibili. Situazione, quest'ultima, che ricorre quando si è in grado di procedere a previsioni attendibili di quelli che potranno essere i risultati dei redditi futuri.

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso è la seguente:

$$W = K' + a \cdot j(R - iK)$$

Con il metodo misto con capitalizzazione del goodwill la stima si ottiene sommando al patrimonio netto, espresso a valori correnti, l'avviamento, positivo o negativo, atteso.

Conseguentemente l'avviamento può essere definito come la minore o maggiore capacità di un'azienda di produrre un reddito.

### **Durata dell'avviamento**

Nella determinazione della durata dell'avviamento devono essere tenuti presenti i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettive di cui può e, ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua del suo impianto;
- prestabiliti limiti di carattere qualitativo/negoziale.

### **Il tasso di remunerazione del capitale investito**

E' il tasso di interesse "normale" da applicare al capitale netto rettificato e rappresenta il rendimento giudicato soddisfacente, considerato il rischio. Per la determinazione si faccia riferimento alle considerazioni svolte in riferimento alla scelta del tasso di capitalizzazione del metodo reddituale.

### **Il capitale netto da remunerare**

Il capitale netto da remunerare può risultare inferiore al patrimonio netto a valori correnti, in quanto nella sua determinazione non si deve tenere conto del valore di quelle attività non attinenti alla gestione caratteristica.

### **Il tasso di attualizzazione**

In questo caso il tasso di attualizzazione deve essere inteso come lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i "sovraredditi" che si realizzeranno in futuro.

Conseguentemente non si dovrà tener conto nella definizione di questo tasso del cosiddetto "rischio d'impresa", ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio.

## METODO FINANZIARIO

La valutazione d'azienda con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

Il problema della determinazione del valore di una azienda può essere infatti considerato un particolare e complesso caso di analisi economica degli investimenti.

Il metodo finanziario identifica il valore di una azienda con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'azienda stessa sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso appropriato.

In pratica si tratterà di calcolare la somma del valore attuale dei flussi monetari disponibili negli anni futuri, dove il flusso calcolato per l'anno  $n$  comprende la liquidazione del patrimonio d'azienda.

Tale metodo può essere espresso con la seguente formula:

$$W = \sum f_s v^s + T_n \cdot v^n$$

dove:

$W$  è il valore dell'azienda;

$f_s$  è il flusso monetario generato dall'azienda nell'anno "s"  
(con "s" variabile da 1 ad "n");

$v^s$  è il coefficiente di attualizzazione  $(1+i)^{-s}$  in cui "i" è il tasso di attualizzazione, con "s" variabile da 1 ad "n";

$T_n$  esprime il valore residuo dell'azienda al tempo futuro "n";

$v^n$  è il coefficiente di attualizzazione  $(1+i)^{-n}$  al tempo futuro "n".

Il metodo in esame, pur nella razionalità dell'impostazione teorica, comporta rilevanti problemi a livello di applicazione pratica: risulta infatti oltremodo problematica la quantificazione delle variabili che compaiono nella formula:

- flussi monetari da attualizzare
- arco temporale di riferimento
- valore residuo dell'azienda
- tasso di attualizzazione

Per tali motivi, il sottoscritto perito ha ritenuto non applicabile alla particolare fattispecie dell'Azienda oggetto di valutazione, tale metodo.

#### **IV . METODOLOGIE DI VERIFICA UTILIZZATE**

Il sottoscritto, nell'attività di "due diligence" posta in essere, ha organizzato una serie di riunioni di lavoro con gli Amministratori della società oggetto di valutazione sig. Rincicotti Umberto e sig.ra Orciani Carla; nel corso di tali riunioni si sono approfonditi gli aspetti peculiari delle procedure di controllo e pianificazione in essere e sono state messe a punto le richieste documentali, le metodologie di controllo, nonché le collaborazioni di cui il sottoscritto si sarebbe avvalso per lo svolgimento del lavoro, sulla base anche dei documenti forniti dal consulente aziendale della società "Rincicotti & Orciani srl" Rag. Stefano Eusebi.

Sono stati richiesti ed esaminati i documenti di carattere generale necessari ad acquisire le informazioni di base relative alla società oggetto di valutazione.

L'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere a giudizio del sottoscritto garantiscono un sufficiente livello di attendibilità dei dati sia consuntivi, sia preventivi forniti dall'azienda.

Per procedere allo svolgimento della presente analisi, sono stati analizzati e controllati i libri e le scritture contabili, in particolare il libro degli inventari ed il libro giornale nonché, quale elemento di sintesi, i bilanci d'esercizio degli anni dal 1995 al 2001.

Sono state altresì acquisite informazioni su eventuali esistenze di controversie nei rapporti di lavoro, nonché di natura tributaria. Allo stato della presente analisi non risulta in essere, agli atti della società, alcuna lite pendente.

A seguito delle suesposte verifiche non sono state riscontrate particolari problematiche.

Si è preso, inoltre, atto della situazione patrimoniale alla data del 31.12.2001 ed assunta questa quale base di partenza per la valutazione del patrimonio aziendale, apportandovi tutte le modifiche rese necessarie da corretti principi contabili; situazione non ancora approvata, alla data di effettuazione della presente analisi, dalla società e suscettibile quindi di possibili variazioni alla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2001.

L'analisi della situazione patrimoniale, alla data del 31.12.2001, viene effettuata al fine di giungere alla determinazione del patrimonio netto rettificato che tenga conto degli eventuali plusvalori latenti sugli *assets* aziendali o delle eventuali passività inesprese.

Il valore così quantificato viene preso a base per l'applicazione del maggiore valore aziendale costituito dal cosiddetto "avviamento".

## V . LA SITUAZIONE PATRIMONIALE CONTABILE ALLA DATA DEL 31.12.2001

Si riportano di seguito i principali dati patrimoniali ed economici riferiti alla situazione patrimoniale al 31.12.2001 della Società (espressi in Lire):

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	
<u>Immobilizzazioni immateriali</u>	4.009.071
<u>Immobilizzazioni materiali:</u>	
Automezzi	71.773.371
Beni strumentali	142.535.211
Rimanenze	983.000
Crediti v/clienti e Effetti attivi	279.409.166
Crediti diversi	12.141.035
Disponibilità liquide	2.521.536
Ratei e risconti attivi	5.509.455
Fondo Svalut. crediti	(1.215.000)
Fondo T.F.R.	(43.163.001)
Debiti v/fornitori	(44.349.576)
Debiti di Finanziamento	(127.338.192)
Debiti v/Banche	(69.658.519)
Debiti diversi	(81.419.389)
Ratei/risconti passivi	(1.205.481)
<b>Patrimonio netto</b>	<b>150.532.507</b>
di cui:	
Capitale	79.139.227
Riserve Legale	1.792.194
Riserva Straordinaria	33.494.907
Riserva da Utili snc	37.601.143
Risultato d'esercizio	(1.494.967)

## VI. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA'

### DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

#### Attività

##### a) Immobilizzazioni Immateriali

Il conto Immobilizzazioni Immateriali al netto dei f.di rettificativi riguarda Costi di impianto e di ampliamento, Manutenzioni e Riparazioni da ammortizzare, Spese di Ristrutturazione e Ammodern.to, Altri Oneri Pluriennali aventi valore contabile pari a zero poiché già completamente ammortizzati, ad eccezione della posta Programmi applicativi CMP avente un residuo valore contabile netto di L.4.009.071 Il seguente valore evidenziato, nella situazione patrimoniale oggetto di valutazione, a seguito di effettivo riscontro contabile, viene confermato nel suo valore pari a L. 4.009.071=.

##### b) Immobilizzazioni materiali strumentali

###### Automezzi:

Alla data di valutazione la Società risulta proprietaria dei seguenti automezzi rientranti nella categoria tecnica degli "autospurgo"; trattasi nello specifico di:

- n. 1 autospurgo - portata totale a terra 50 q.li - anzianità anni 2 -, realizzato su specifiche tecniche atte a servire i centri storici poiché in grado di raggiungere luoghi il più delle volte inaccessibili ai mezzi ordinari; valore di presumibile realizzo circa L. 90.000.000;
- n. 1 autospurgo su telaio a 2 assi - portata totale a terra 175 q.li - anzianità anni 10 -, macchina generica; valore di presumibile realizzo circa L. 80.000.000;
- n. 1 autospurgo su telaio a 3 assi - portata totale a terra 240 q.li - anzianità anni 14 -, macchina generica; valore di presumibile realizzo circa L. 60.000.000;
- n. 1 autospurgo su telaio 3 assi - portata totale a terra 330 q.li - anzianità anni 8 -, realizzato con specifiche tecniche che permettono di sfruttare le caratteristiche di massima portata e potenzialità; valore di presumibile realizzo circa L. 180.000.000;

Gli automezzi sopra descritti, iscritti a bilancio, al netto dei f.di di ammortamento, per un valore di L. 71.773.371, sono stati valutati in misura pari al valore di stima sopra determinato dal sottoscritto, sulla base delle informazioni avute dall'Amministratore della società Sig. Rincicotti Umberto e dei riscontri operati sullo specifico mercato dei mezzi tecnici analizzati.

Il plusvalore latente evidenziato è stato assunto al netto dell'effetto fiscale sulla plusvalenza (determinato con applicazione di IRPEG pari al 36% e con attualizzazione delle relative imposte,



considerando la plusvalenza ripartibile in cinque esercizi, vedasi Prospetto n. 4 allegato alla presente relazione).

Tale valore è stato stimato pari a un valore arrotondato di **L. 261.510.371=**.

#### **c) Altri beni strumentali**

Il sottoscritto con riguardo agli altri beni materiali strumentali quali: Costruzioni Leggere, Macchinari e Impianti specifici, Impianti generici, Attrezzatura, Macchine uff.elettrom./elettr., Arredamenti, Beni strumentali di rapido deperimento, aventi valore netto pari a complessive L. 142.535.211 non ha ritenuto di dover apportare alcuna rettifica; gli stessi sono quindi stati riconfermati a valori contabili al netto dei relativi ammortamenti, in quanto ritenuti congrui stante il grado di obsolescenza e vetustà degli stessi.

Il loro valore contabile al 31.12.2001 è pari a **L. 142.535.211=**.

#### **d) Rimanenze**

Poiché non esistono beni che possono subire un deprezzamento dovuto alla loro inutilizzabilità stante la particolare attività aziendale, in quanto trattasi di beni quali carburanti e/o lubrificanti, le suddette rimanenze sono state assunte al loro valore contabile pari a **L. 983.000=**.

#### **e) Crediti v/ clienti ed Effetti attivi**

I crediti, al 31.12.2001, si riferiscono a crediti v/clienti per un valore di L. 251.459.366 e a ricevute bancarie per L. 27.949.800. Considerata la natura della clientela, costituita per un 70/80% da privati e per la restante quota da enti, amministrazioni pubbliche e aziende, e che i relativi pagamenti avvengono per rimessa diretta (contante, assegni, bonifici) e per ricevuta bancaria, non esistono particolari rischi di perdite su crediti, ma solo eventuali sporadici ritardi nei pagamenti. Non occorre, quindi, procedere ad alcuna rettifica del F.do svalutazione crediti esistente pari a L. 1.215.000 che rappresenta l'accantonamento fiscalmente deducibile dello 0,50% sul valore nominale.

Anche i crediti vengono, pertanto, mantenuti al valore contabile in considerazione del fatto che essi sono già stati iscritti in bilancio al valore di presumibile realizzo.

Tale valore viene quindi confermato, al netto del relativo fondo svalutazione crediti, per **L. 279.409.166=**.

#### **f) Crediti diversi**

In tale voce risultano iscritti: Crediti v/Erario per ritenute subite e versamenti di acconti d'iposta Irpeg e Irap per Complessive L. 11.892.788, Depositi cauzionali su Utenze per L. 90.000 e a Anticipi a fornitori per L. 158.247.

Tali crediti, stante la loro natura, sono stati confermati a valori contabili per un ammontare complessivo di L. 12.141.035=.

#### **g) Disponibilità liquide**

Sono costituite da depositi bancari per L. 17.810 e da valori in cassa pari a L. 2.503.726; valori questi che vengono assunti in misura pari al valore contabile di complessive L. 2.521.536 .

#### **h) Ratei e risconti Attivi**

Verificata la corretta determinazione della posta in esame, viene confermato il valore contabile espresso dalla situazione patrimoniale di riferimento pari a L. 5.509.455=.

#### **Passività**

Fatta eccezione dei fondi ammortamento e svalutazione crediti, già considerati nella valutazione poiché portati in diminuzione delle poste attive cui ineriscono come valori rettificativi, le rimanenti poste passive non presentano particolari problemi di valorizzazione.

Esse sono: "Debiti di Finanziamento" per L. 127.338.192, trattasi del debito residuo del Mutuo chirografario di originali L. 200.000.000 erogato dalla Banca di Credito Cooperativo di Fano, con scadenza 31.12.2004 e della voce "Soci c/finanziamento infruttifero" per L. 1.500.000 riferito al saldo del finanziamento infruttifero effettuato dai soci; "Debiti v/fornitori" per L. 44.349.576, "Debiti v/ Banche" per L. 69.658.519, "F.do TFR" per L. 43.163.181; "Ratei e risconti passivi per L. 1.205.481 e infine dei "Debiti diversi" per L. 81.419.389 e "Ratei e risconti passivi che comprendono principalmente le posizioni debitorie vs. l'Erario e gli Istituti Previdenziali.

Tali debiti e gli altri valori numerari sono stati confermati a valori contabili.

Si tratta, infatti, di poste le quali, per loro natura, sono suscettibili di essere prudenzialmente apprezzate senza necessitare di alcuna rettifica in diminuzione a causa del fatto che le variazioni effettivamente ed indubbiamente verificatesi sono state principalmente di natura finanziaria, e non suscettibili di generare vere e proprie modifiche di natura patrimoniale.

Il loro valore complessivo ammonta a L. 368.349.338 .

#### **Conclusioni:**

Applicati i criteri di valutazione e controllo sopra descritti, il sottoscritto è quindi giunto a formulare una situazione patrimoniale di stima relativa alla Società "Rincicotti & Orciani S.r.l.", riferita alla data del 31.12.2001; situazione che viene analiticamente descritta nel Prospetto n. 1 allegato.

Da tale stima si è determinato un **Patrimonio netto rettificato** pari a L. 340.269.507 -.

### VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

Nella valutazione della Società "Rincicotti & Orciani S.r.l." si è ritenuto opportuno applicare il Metodo misto patrimoniale - reddituale nella configurazione della capitalizzazione limitata del reddito normale atteso, la cui formula può essere così espressa:

$$W = K' + a \cdot j(R - iK)$$

#### **Reddito normale atteso ( R )**

In virtù di quanto illustrato nella parte generale sui criteri di valutazione, il reddito normale si può definire quello che "normalmente" l'azienda oggetto di valutazione sarà in grado di generare in futuro definito in relazione dei risultati storici conseguiti dall'azienda o laddove realizzabile, sulla base di stime tese a quantificare i risultati che potranno essere ragionevolmente conseguibili in un prossimo futuro.

Da un attento esame dei risultati d'esercizio realizzati dalla società fino ad oggi, si ritiene che gli stessi non abbiano una valenza dimostrativa delle reali capacità reddituali dell'azienda.

Ecco quindi che si è proceduto a stimare i risultati degli esercizi futuri tenendo in debita considerazione quelle che sono le reali capacità produttive della società e la posizione sul mercato locale; posizione questa di assoluta preminenza, tenuto conto della mancanza di concorrenti diretti che abbiano le medesime capacità organizzative e di mezzi tecnici idonei a svolgere le specifiche tipologie di servizi resi. E' stata valutata anche, la situazione che la società, oggetto di possibile acquisizione da parte della Aset spa, verrebbe ad assumere qualora l'operazione *de qua* si perfezionasse. In particolare, l'azienda beneficerebbe di un ampliamento dell'utenza servita, conseguenziale all'appartenenza ad un gruppo societario radicato sul territorio quale principale fornitore di pubblici servizi.

L'incremento dell'utenza, e quindi dei "mc." di liquami trattati in un anno, non richiederebbe nel medio periodo significativi investimenti finanziari dell'azienda in mezzi tecnici nuovi poiché quelli

attualmente utilizzati garantiscono ampie capacità produttive a tutt'oggi non ancora pienamente sfruttate.

Per determinare il reddito normale atteso si è partiti quindi, da un'operazione previsionale di quelli che saranno i conti economici degli esercizi futuri per gli anni dal 2002 al 2005, e si è altresì rettificato, in via presuntiva, anche l'esercizio in corso poiché inficiato da situazioni contingenti che tendono a contrarre il risultato d'esercizio. Infine si è tenuto conto del carico fiscale potenziale sul nuovo reddito come sopra determinato sulla base delle aliquote allo stato in essere.

I redditi così ottenuti, sono stati tra loro mediati applicando una semplice media aritmetica.

La determinazione del reddito medio prospettico è riportata nei **Prospetti n. 2.a; 2.b; 2.c; 2.d; 2.e in allegato.**

Vero è che dall'analisi dei dati acquisiti e presi a base delle presunzioni di valori sopra illustrate, si appalesa evidente che suddetti valori godono di un certo grado di aleatorietà che sarà più o meno elevato a seconda dell'effettivo realizzarsi di quel beneficio sinergico che deriverà dal possibile ingresso dell'azienda nel contesto operativo del gruppo Aset spa..

Sarà, quindi, in funzione delle politiche commerciali che saranno messe in atto dalla società Aset spa, a servizio della società "Rincicotti & Orciani srl", se si otterranno risultati reddituali più o meno significativi di quelli che si sono potuti determinare, allo stato attuale, con la presente analisi di Due Diligence.

#### **Tasso di remunerazione (i)**

Il tasso di remunerazione si determina generalmente calcolando due componenti: il rendimento di investimenti privi di rischio e l'apprezzamento del rischio.

Per determinare il tasso di remunerazione di investimenti privi di rischio si fa riferimento al rendimento dei titoli di Stato che è attualmente nell'ordine del 3,063% al netto del carico fiscale.

Per riflettere nella stima del tasso di remunerazione il rischio d'impresa, tenendo conto di quanto precedentemente osservato, è stato adottato un incremento di quattro punti percentuali.

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla definizione di un tasso complessivo pari a **7,063% (Prospetto n. 5 allegato)**

#### **Arco temporale di riferimento (n)**

Tenuto conto della prassi normalmente seguita nelle valutazioni e delle caratteristiche dell'azienda in esame, si è ritenuto prudente effettuare la valutazione su un arco temporale di riferimento di 10 **anni.**

Considerare un periodo inferiore a quello prescelto sarebbe inadeguato e non permetterebbe una corretta determinazione del valore della società, considerata la tipologia di attività svolta che non richiede significativi investimenti in mezzi tecnici per periodi di medio-lungo termine.

#### **Patrimonio netto espresso a valori correnti (K')**

E' stato adottato quello risultante dalla valutazione patrimoniale esposta precedentemente che evidenzia un valore pari a L. 340.269.507 .

Per la sua determinazione si rinvia al Prospetto n. 1 allegato alla presente relazione.

#### **Capitale netto da remunerare (K)**

Il valore del capitale netto da remunerare nella fattispecie in esame si identifica con il patrimonio netto a valori correnti, in quanto non vi sono attività non attinenti alla gestione caratteristica.

Per la sua determinazione si rinvia al Prospetto n. 1 allegato alla presente relazione.

#### **Tasso di attualizzazione (j)**

Rappresenta lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data della valutazione dell'azienda i sovraredditi che si realizzeranno in futuro.

Conseguentemente non si dovrà tener conto, nella definizione di questo tasso, del cosiddetto "rischio d'impresa", ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio; si è adottato quindi un tasso del 3,063% .

Per la sua determinazione si rinvia al Prospetto n. 3 allegato.

#### **Conclusioni**

La valutazione dell'azienda, effettuata con il metodo misto patrimoniale - reddituale nella configurazione della capitalizzazione limitata del reddito normale atteso, ha condotto alla determinazione di un valore di L. 2.098.508.480, pari a €. 1.083.789, come risulta anche dal Prospetto n. 6 riportato in allegato.

#### **METODO DI CONTROLLO**

A titolo di riscontro il sottoscritto ha determinato il capitale economico, dell'azienda in esame, attraverso l'applicazione del Metodo reddituale puro, nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi:  $W = R \cdot a_{-n}^i$ , pervenendo ad un valore di L. 1.615.131.378 pari a €. 834.145

(Prospetto n. 7 in allegato) -

## VII. CONCLUSIONI ESTIMATIVE

Per la stima del valore della Società "Rincicotti & Orciani Srl" si è adottato il Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale con capitalizzazione limitata del reddito medio, metodo di riferimento principale ed è stato, altresì, applicato il metodo reddittuale, quale metodologia di controllo.

Il metodo in esame ha condotto alla determinazione dei seguenti valori:

- Metodo Misto patrimoniale reddittuale €. 1.097.917;
- Metodo Reddittuale €. 834.145.


Alla luce dei risultati ottenuti, il sottoscritto ritiene corretto, in via prudenziale, assumere quale valore di stima dell'azienda il valore medio dei risultati sopra ottenuti che portano a determinare un valore finale di €. 966.031 (Prospetto n. 8 allegato)

Sulla base delle valutazioni in precedenza effettuate, il valore del 100% del capitale sociale della società "RINCICOTTI & ORCIANI SRL" è pari a €. 966.031 arrotondato in €. 960.000=.

Il sottoscritto, tenuti anche in considerazione gli effetti delle previsioni di mercato, precisa che i fatti interni ed esterni alla società intervenuti successivamente alla data di riferimento della presente analisi non risultano di entità tale da condurre ad una variazione del valore attribuito all'azienda.

Pesaro, li 22.05.2002

Dott. Claudio Sanchioni



**Prospetto n. 1 : Determinazione del Patrimonio netto rettificato**

	<b>Valori contabili 31.12.2001</b>	<b>Rettifiche</b>	<b>Valori stimati al netto tass.</b>
<b>ATTIVO</b>			
Immobilizzazioni immateriali	4.009.071		4.009.071
Avviamento			-
Immobilizzazioni materiali			-
- Immobili strumentali	142.535.211		142.535.211
- Beni strumentali	71.773.371	193.687.094	265.460.465
- Automezzi			
Finanziarie			
Partecipazioni			-
Altre			-
Altri crediti imm.ti			-
Attivo circolante			
Rimanenze	983.000		983.000
Crediti v/clienti	279.409.166		279.409.166
Crediti diversi	12.141.035		12.141.035
Disponibilità liquide	2.521.536		2.521.536
Ratei e Risconti attivi	5.509.455		5.509.455
<b>Totale attivo</b>	<b>518.881.845</b>	<b>193.687.094</b>	<b>712.568.939</b>
<b>PASSIVO</b>			
Fondo svalutazioni crediti	1.215.000		1.215.000
			-
Fondo TFR	43.163.181		43.163.181
Fornitori	44.349.576		44.349.576
Debiti			
Debiti di Finanziamento	127.338.192		127.338.192
Debiti Vs/Imp.Contr.te e Coll.te			-
Debiti v/banche	69.658.519		69.658.519
Ratei /risconti passivi	1.205.481		1.205.481
Debiti diversi	81.419.389		81.419.389
Altri debiti non funzionali			-
<b>Totale passivo</b>	<b>368.349.338</b>	<b>-</b>	<b>368.349.338</b>

**Patrimonio netto contabile**

**150.532.807**

**Differenze rettifiche**

**193.687.094**

**Patrimonio netto rettificato**

**344.219.601**

**SCOMPOSIZIONE PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**

P.N. attinente valori funzionali alla gest. caratt. K	<b>344.219.601</b>
P.N. attinente valori non funzionali la gest. caratt.	-
<b>Totale</b>	<b>344.219.601</b>

Prospetto n. 2.a : Conti economici previsionali

Periodo	0	1	2	3	4
Anno	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Ricavi operativi</b>					
- Vendite	1.038.388.653	1.038.432.501	1.121.507.101	1.121.507.101	1.211.227.669
<b>Totale Ricavi Operativi</b>	<b>1.038.388.653</b>	<b>1.038.432.501</b>	<b>1.121.507.101</b>	<b>1.121.507.101</b>	<b>1.211.227.669</b>
<b>Ricavi diversi</b>					
- Altri ricavi	10.533.065	10.489.217	11.328.355	11.328.355	12.234.623
<b>Totale Ricavi Diversi</b>	<b>10.533.065</b>	<b>10.489.217</b>	<b>11.328.355</b>	<b>11.328.355</b>	<b>12.234.623</b>
<b>Totale ricavi</b>	<b>1.048.921.718</b>	<b>1.048.921.718</b>	<b>1.132.835.455</b>	<b>1.132.835.455</b>	<b>1.223.462.292</b>
<b>Costi operativi</b>					
- Acquisti	9.000	-	-	-	-
- Variazione nelle rimanenze	532.210	-	-	-	-
<b>Totale consumi</b>	<b>541.210</b>	<b>629.450</b>	<b>679.806</b>	<b>679.806</b>	<b>734.190</b>
- Servizi e godim.beni di terzi	215.544.931	215.544.931	249.223.800	249.223.800	281.396.327
<b>Totale</b>	<b>216.086.141</b>	<b>216.174.381</b>	<b>249.903.606</b>	<b>249.903.606</b>	<b>282.130.517</b>
- Altri costi operativi	1.716.845	9.000.000	12.000.000	12.000.000	15.000.000
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>217.802.986</b>	<b>225.174.381</b>	<b>261.903.606</b>	<b>261.903.606</b>	<b>297.130.517</b>
<b>Costi di struttura</b>					
- Personale	279.228.745	279.228.745	307.151.620	307.151.620	337.866.781
- Oneri diversi gestione	89.171.654	83.913.737	101.955.191	101.955.191	116.228.918
<b>Totale Costi di Struttura</b>	<b>368.400.399</b>	<b>363.142.482</b>	<b>409.106.810</b>	<b>409.106.810</b>	<b>454.095.699</b>
<b>Ammortamenti</b>					
- Immobilizzazioni immateriali	9.846.784	4.009.071	-	-	-
- Immobilizzazioni materiali	83.973.500	83.694.080	23.082.371	17.871.590	17.871.590
<b>Totale ammortamenti</b>	<b>93.820.284</b>	<b>87.703.151</b>	<b>23.082.371</b>	<b>17.871.590</b>	<b>17.871.590</b>
<b>Reddito Operativo</b>	<b>770.118.649</b>	<b>372.901.704</b>	<b>438.742.668</b>	<b>443.953.449</b>	<b>454.364.485</b>
<b>Oneri e proventi finanziari</b>					
- Perdite (utili) da partecipazioni	-	-	-	-	-
- Altri oneri (proventi) finanziari	15.384.982	15.384.982	16.154.231	16.154.231	16.961.943
<b>Totale oneri (proventi) finanziari</b>	<b>15.384.982</b>	<b>15.384.982</b>	<b>16.154.231</b>	<b>16.154.231</b>	<b>16.961.943</b>
<b>Oneri e proventi straordinari</b>					
- Oneri (proventi) straordinari	-	-	-	-	-
<b>Totale oneri (proventi) straordinari</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totale costi</b>	<b>704.508.651</b>	<b>691.404.996</b>	<b>710.247.019</b>	<b>705.036.238</b>	<b>786.059.749</b>
<b>Risultato lordo</b>	<b>344.413.067</b>	<b>357.516.722</b>	<b>422.588.437</b>	<b>427.799.218</b>	<b>437.402.543</b>
- Oneri di imposta	151.570.081	156.591.949	179.606.460	181.651.692	186.760.719
<b>Risultato netto</b>	<b>192.842.986</b>	<b>200.924.772</b>	<b>242.981.977</b>	<b>246.147.526</b>	<b>250.641.824</b>

Conti economici previsionali (% sul ricavi)

Periodo	0	1	2	3	4
Anno	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Ricavi Operativi-Vendite</b>	99,00%	99,00%	99,00%	99,00%	99,00%
<b>Totale Ricavi Operativi</b>	99,00%	99,00%	99,00%	99,00%	99,00%
<b>Ricavi diversi</b>					
- Altri ricavi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Totale Ricavi Diversi</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,00%</b>
<b>Totale ricavi</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Costi operativi</b>					
- Acquisti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- Variazione nelle rimanenze	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Totale consumi</b>	<b>0,05%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,06%</b>
- Servizi e godim.beni di terzi	20,55%	20,55%	22,00%	22,00%	23,00%
<b>Totale</b>	<b>20,60%</b>	<b>20,61%</b>	<b>22,06%</b>	<b>22,06%</b>	<b>23,06%</b>
- Altri costi operativi	0,16%	0,86%	1,06%	1,06%	1,23%
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>20,76%</b>	<b>21,47%</b>	<b>23,12%</b>	<b>23,12%</b>	<b>24,29%</b>
<b>Costi di struttura</b>					
- Personale	26,62%	26,62%	27,11%	27,11%	27,62%
- Oneri diversi gestione	8,50%	8,00%	9,00%	9,00%	9,50%
<b>Totale Costi di Struttura</b>	<b>35,12%</b>	<b>34,62%</b>	<b>36,11%</b>	<b>36,11%</b>	<b>37,12%</b>
<b>Ammortamenti</b>					
- Immobilizzazioni immateriali	0,95%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%
- Immobilizzazioni materiali	8,86%	7,98%	2,04%	1,58%	1,46%
<b>Totale ammortamenti</b>	<b>9,81%</b>	<b>8,36%</b>	<b>2,04%</b>	<b>1,58%</b>	<b>1,46%</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>34,30%</b>	<b>35,55%</b>	<b>38,73%</b>	<b>39,19%</b>	<b>37,14%</b>
<b>Oneri e proventi finanziari</b>					
- Perdite (utili) da partecipazioni	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- Altri oneri (proventi) finanziari	1,47%	1,47%	1,43%	1,43%	1,39%
<b>Totale oneri (prov.) finanziari</b>	<b>1,47%</b>	<b>1,47%</b>	<b>1,43%</b>	<b>1,43%</b>	<b>1,39%</b>
<b>Oneri e proventi straordinari</b>					
- Oneri (proventi) straordinari	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Totale oneri (proventi) straord.</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Totale costi</b>	<b>67,17%</b>	<b>65,92%</b>	<b>62,70%</b>	<b>62,24%</b>	<b>64,25%</b>
<b>Risultato lordo</b>	<b>32,83%</b>	<b>34,08%</b>	<b>37,30%</b>	<b>37,76%</b>	<b>35,75%</b>
- Oneri di imposta	-14,45%	-14,93%	-15,85%	-16,04%	-15,26%
<b>Risultato netto</b>	<b>18,38%</b>	<b>19,16%</b>	<b>21,45%</b>	<b>21,73%</b>	<b>20,49%</b>



Prospetto 2.b : Determinazione costi di gestione

Periodo Anno	2001	1 2002	2 2003	3 2004	4 2005
Imponibili di periodo					
1) IRPEG					
Risultato netto	344.413.087	357.516.722	422.588.437	427.799.218	437.402.543
Altre variazioni fiscali					
Imponibile IRPEG	344.413.087	357.516.722	422.588.437	427.799.218	437.402.543
Aliquota IRPEG	36,00%	36,00%	35,00%	35,00%	35,00%
IRPEG	123.998.704	128.706.020	147.905.953	149.729.726	153.090.890
IRPEF					
IRPEF	462.718.333	460.604.855	461.825.039	461.825.039	472.236.075
IRPEF	92.973.500	83.694.080	23.082.371	17.871.590	17.871.590
IRPEF	279.228.745	279.228.745	307.151.620	307.151.620	337.866.781
IRPEF	648.973.578	656.139.520	745.894.287	751.105.068	792.231.267
IRPEF	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
IRPEF	27.581.377	27.885.930	31.700.507	31.921.965	33.669.829
Totale	111.570.081	156.591.949	179.606.460	181.651.692	186.760.719

**Prospetto 3.1 - Bilancio consolidato**

Periodo	1	2	3	4	
Anno	2001	2002	2003	2004	2005
<b>1-9a mesi 2001</b>					
<b>Impatto</b>	9.946.784	4.009.071			
<b>Impatto</b>	92.973.500	83.694.080	23.082.371	17.871.590	17.871.590
<b>Impatto</b>		63.191.090	5.482.281		
<b>Impatto</b>		18.502.990	17.600.090	17.871.590	17.871.590
<b>Totale</b>	<b>102.920.284</b>	<b>105.783.151</b>	<b>23.082.371</b>	<b>17.871.590</b>	<b>17.871.590</b>

	2001	2002	2003	2004	2005	Media
+	212.419.825	200.924.772	242.981.977	286.187.506	250.641.824	
+	164.494.693	156.591.949	179.606.460	181.651.692	186.760.719	
+	376.914.518	357.516.722	422.588.437	467.839.198	437.402.543	
+						
+						
-						
=	376.914.518	357.516.722	422.588.437	467.799.218	437.402.543	
-	164.494.693	156.591.949	179.606.460	181.651.692	186.760.719	
=	212.419.825	200.924.772	242.981.977	286.147.526	250.641.824	

Prospetto n. 2.e : Determinazione aliquota media fiscale su reddito atteso lordo

	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Reddito lordo	376.914.518	357.516.722	422.588.437	467.799.218	437.402.543	
Oneri fiscali	164.494.693	156.591.949	179.606.460	181.651.692	186.760.719	
Allq. media	43,6%	43,8%	42,5%	42,5%	42,7%	

**Prospetto n.3 Determinazione dei tassi di attualizzazione**

Anni	Tasso lordo CCT	Aliquota fiscale	Tasso netto medio annuo
2002	3,500%	12,500%	3,000%
2003	3,500%	12,500%	3,000%
2004	3,500%	12,500%	3,000%
2005	3,500%	12,500%	3,000%
2006	3,500%	12,500%	3,000%
2007	3,500%	12,500%	3,000%
<b>Media</b>	<b>3,500%</b>	<b>12,500%</b>	<b>3,000%</b>

**Prospetto n. 4 Determinazione del valore di stima degli immobili**

	Immobili Non fiscali	Immobili Fiscali	Totale
Valore stima (A)	-	410.000.000	410.000.000
Valore contabile	-	71.773.371	71.773.371
Plusvalenza lorda (B)	-	338.226.629	338.226.629
Imposte su plusv. (aliquota 36%)	-	176.554.300	176.554.300
Imposte da pagare 1° anno	-	35.310.860	35.310.860
Imposte da pagare 2° anno	-	35.310.860	35.310.860
Imposte da pagare 3° anno	-	35.310.860	35.310.860
Imposte da pagare 4° anno	-	35.310.860	35.310.860
Imposte da pagare 5° anno	-	35.310.860	35.310.860
Valore attuale imp. su plusv. (C)	-	144.539.535	144.539.535
Valore immobili (A-C)	-	265.460.465	265.460.465
Plusvalenza netta (B-C)	-	193.687.094	193.687.094

**Determinazione Valore attuale imposte su plusvalenza**

Imposte su plusvalenza aliq. 36%	Rata imposta	"i"	1° Rata imp. actual.	2° Rata imp. actual.	3° Rata imp. actual.	4° Rata imp. actual.	5° Rata imp. actual.	Totale	Anni di rateizz.
-	-	7,063%	-	-	-	-	-	-	1
176.554.300	35.310.860	7,063%	32981538,88	30805874,03	28773729,4	26875637,49	25102755,39	144539535,2	2
-	-	7,063%	0	0	0	0	0	0	3
-	-	7,063%	0	0	0	0	0	0	4
-	-	7,063%	0	0	0	0	0	0	5

**Programma di Borsa Tassi di remunerazione**

Patrimonio netto sottostante alla gestione caratt. al 31.12.01 "K" "	344.219.601
--	-------------

	Dati
Remunerazione del capitale investito	
- Rendimento di riferimento privo di rischio	3,500%
- Rendimento di riferimento applicabile	12,500%
- Rendimento di riferimento privo di rischio "j"	3,063%
- Rendimento di riferimento all'attività	4,000%
- Rendimento di riferimento capitale investito "i"	7,063%

**Prospetto n. 6 Valutazione con Metodo misto patrimoniale-reddituale**

	<b>Valore</b>
K= P.N. rettificato attinente la gest. Carat.	344.219.601
K'= P.N. a valori correnti	344.219.601
R= reddito medio normale atteso	230.623.185
i= tasso remunerazione capitale investito	7,06%
j= tasso medio di attualizzazione extraprofiti	3,063%
n= orizzonte di valutazione	10
a/n-j= val. attuale rendita al tasso j per n an	8,503059131
$V = K' + (R - i \cdot K) \cdot a/n - j$	2.098.508.480
	<b>€ 1.083.789,18</b>

**Prospetto n. 7 Valutazione con Metodo reddituale**

	<b>Valore</b>
$R =$ reddito medio normale atteso	230.623.185
$i =$ tasso remunerazione capitale investito	7,06%
$n =$ orizzonte di valutazione	10
$a/n - i =$ val. attuale rendita al tasso $j$ per $n$ an	7,003334807
$V = R \cdot a/n - i$	1.615.131.378
	€ 834.145,74

**Prospetto n.8 Media Valori**

$V = K + (R - i \cdot K) \cdot a/n - j$	2.125.863.848	€	1.097.917,05
$V = R \cdot a/n - i$	1.615.131.378	€	834.145,74
<b>Media</b>	<b>1.870.497.613</b>	<b>€</b>	<b>966.031,40</b>