

**STIMA DEL VALORE DEI  
PARCHI VAL DI CORNIA  
SPA AL 31.12.2019**

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
*IL PRESIDENTE*

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
*SEGREARIO*

INDICE

1. *CONFERIMENTO DELL'INCARICO PERITALE*
2. *PROFILO DELLA PARCHI VAL DI CORNIA SPA*
3. *I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI*
4. *METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE  
TEORICO DI PARCHI VAL DI CORNIA SPA*
5. *VALUTAZIONE DI PARCHI VAL DI CORNIA SPA*
6. *IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO E GLI ONERI FISCALI POTENZIALI*
7. *IL METODO DI CONTROLLO*

## 1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO PERITALE

Il Sottoscritto Stefano Pozzoli, Professore Ordinario presso la Facoltà di Economia della Università di Napoli Parthenope, iscritto all' Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1359 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 47294 con Decreto Ministeriale del 12.04.1995, G.U. n. 31-bis del 21.04.1995, ha ricevuto l'incarico di realizzare una perizia di stima del valore della società PARCHI VAL DI CORNIA SPA onde procedere alla liquidazione delle quote di recesso di tre soci (Provincia di Livorno, Camera di Commercio di Livorno e Baia Etrusca Snc).

La presente valutazione è volta dunque a determinare il capitale economico dell'azienda ai fini della definizione dell'importo congruo per la liquidazione delle quote di proprietà della Provincia di Livorno, pari al 5,67%, della Camera di Commercio di Livorno, pari allo 0,07%, e della società Baia Etrusca Snc, pari a 0,03%, della società PARCHI VAL DI CORNIA SPA.

La presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte mia in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta società.

La valutazione dell'azienda è stata calcolata con riferimento alla data del 31.12.2019, sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

Lo Scrivente tiene a precisare che, seppur nell'art.11 dello Statuto della Società è stato previsto in caso di recesso dei soci per la determinazione del valore di far riferimento "*...alla situazione patrimoniale della società riferita ad un periodo anteriore di non oltre novanta giorni dalla data della deliberazione che legittima il recesso....*", non è stato possibile far riferimento ai dati suddetti, e precisamente ai dati di bilancio al 31.12.2020, in quanto il bilancio è ancora in fase di redazione ed assestamento. In ogni caso, data la situazione pandemica, il dato relativo all'esercizio 2020 sarebbe comunque da considerarsi anomalo, ed è già nostra prassi escluderlo nelle valutazioni che, come questa, si basano su valori storici, non avendo la società messo a disposizione un piano industriale relativo agli esercizi futuri.

Il valore di perizia a cui si perviene, pertanto, è comunque tecnicamente rispondente alla previsione statutaria.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere.

Non si risponde, pertanto, della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Questo documento si propone di mostrare ed applicare le metodologie più idonee per il calcolo del valore economico dell'azienda, date le informazioni forniteci dalla Società e ricavabili da documenti ufficiali, senza fornire anche una validazione di tali informazioni.

La documentazione esaminata ai fini dell'espletamento dell'incarico è la seguente:

- Bilancio d'esercizio al 31.12.2017;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2018;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2019;
- Situazione contabile al 31.12.2020;
- Prospetto sull'assetto societario;
- Situazione creditoria della Società e riepilogo contenziosi in essere;
- Richiesta di liquidazione della partecipazione detenuta dalla Camera di Commercio Maremma e Tirreno;
- Provincia di Livorno - Bando d'asta pubblica per la cessione di quote di società partecipate dalla provincia di Livorno dichiarate alienabili ai sensi e per gli effetti dell'art.3, commi 27, 29 L. 244/2007 e S.M.I.;
- Camera di commercio, industria, artigianato, agricoltura di Livorno - Bando d'asta pubblica per la cessione di partecipazioni societarie detenute dalla camera di commercio industria, artigianato e agricoltura di Livorno.

## 2. PROFILO DELLA SOCIETA' PARCHI VAL DI CORNIA SPA

Oggetto dell'affidamento è il servizio di perizia di stima della valutazione economica della società PARCHI VAL DI CORNIA SPA, che si occupa di progettazione e realizzazione degli interventi per la valorizzazione delle risorse culturali ed ambientali, e della gestione, in forma integrata, dei servizi per la fruizione pubblica.

Il valore periziato è riferito all'intero patrimonio sociale con riguardo ai dati di bilancio al 31.12.2019.

La Società, costituita il 18 luglio 1993 per iniziativa dei Comuni di Piombino, Campiglia Marittima, San Vincenzo, Suvereto e Sassetta e di soci privati, ai sensi dell'art. 22 della legge 142/1990 come Società mista pubblico-privato, con il vincolo del prevalente capitale pubblico, ha lo scopo di attuare il sistema dei parchi della Val di Cornia, ovvero le aree naturali protette, le aree archeologiche e i beni culturali dei Comuni di Piombino, Campiglia Marittima, San Vincenzo, Suvereto e Sassetta, sottoposti a regime di tutela dai piani regolatori coordinati degli stessi Comuni. Dal 2007, per una modifica alla normativa vigente (D. Lgs. 42/2004, art. 115), si è reso necessario trasformare l'assetto societario raggiungendo una compagine azionaria interamente pubblica.

I principali dati societari alla data di composizione della presente relazione di stima risultano i seguenti:

- il capitale sociale, Sottoscritto ed interamente versato, è pari a € 1.480.444,
- l'assetto societario attuale è così rappresentato:

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL LEGAL RAPPRESENTANTE

## Assetto societario

Ragione Sociale	Data prima sottoscrizione	Capitale sottoscritto	%
<b>Enti Pubblici</b>			
Comune di Piombino	1993	894.526,35	60,42%
Comune di Campiglia M.ma	1993	332.006,20	22,43%
Comune di San Vincenzo	1993	128.711,80	8,69%
Comune di Suvereto	1993	38.892,45	2,63%
Comune di Sassetta	1993	774,75	0,05%
Provincia di Livorno	2005	83.982,90	5,67%
Camera di Commercio Livorno	2005	1.033,00	0,07%
<b>Privati</b>			
Baia Etrusca Snc	1997	516,50	0,03%
		<b>1.480.443,95</b>	<b>100%</b>

Dal punto di vista economico-patrimoniale, l'esercizio 2019, si è chiuso con i seguenti risultati fondamentali:

- Immobilizzazioni materiali pari ad € 746.562;
- Crediti a breve pari ad € 1.270.053;
- Patrimonio netto pari ad € 1.538.339;
- Ricavi delle vendite pari ad € 973.689;
- Altri ricavi e proventi pari ad € 2.362.860, di cui contributi in conto esercizio per € 1.063.896;
- Costi del personale pari ad € 1.815.673;
- Costi per servizi pari ad € 1.181.585;
- Utile d'esercizio pari ad € 1.204.

### 3. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Esse, inoltre, seppure corrette sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I metodi di valutazione devono essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore dipende da molteplici considerazioni fatte dalle parti contraenti che potrebbero anche prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Appare evidente che il problema fondamentale della valutazione consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel loro insieme la realtà aziendale. Per quanto sopra specificato, l'obiettivo generale dell'aziendalista in una valutazione d'azienda è la determinazione del cosiddetto "valore obiettivo", cioè del prezzo che in circostanze normali, astrazione fatta dalle parti contraenti, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come "adeguato".

È comunque necessario premettere che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare i metodi che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In estrema sintesi si può asserire che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che la sua struttura patrimoniale.

Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

## Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo sono di norma applicati mediante utilizzo di metodi patrimoniali.

Tale metodologia consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula  $W = K$ .

Tale metodo, che ha il privilegio di consentire una valutazione del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

## Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

### Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R. La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale.

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata limitata o indefinita.

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito atteso ed "n" la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata:

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

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo:

$$W = R/i$$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, media, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzata, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui

apostazione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali, ovvero congiuntura economica, inflazione, situazione politico – sociale del paese, ecc.;
- condizioni settoriali, ovvero struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- condizioni aziendali, ovvero solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc..

## Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata.

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.

### Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle seguenti metodologie.

### Metodi di borsa

#### Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il ramo d'azienda, o la società, da valutare con società quotate simili. Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc..) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene.

### Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili.

## Criteria misti

I criteri misti si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è quella del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il valore patrimoniale netto rettificato.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri, in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

#### **4. METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DI PARCHI VAL DI CORNIA SPA**

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo Scrivente ai fini della determinazione del valore teorico di PARCHI VAL DI CORNIA SPA.

Come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi migliore in assoluto rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti dei limiti e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

- *le caratteristiche specifiche e la situazione dell'azienda oggetto di valutazione;*
- *lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;*
- *la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.*

La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione può inoltre essere influenzata anche dalle finalità della valutazione, tra cui ad esempio:

- *trasferimento dell'azienda o di un suo ramo;*
- *trasformazione di società;*
- *liquidazione dell'azienda;*
- *conferma, dimostrazione o garanzia formale dell'esistenza di un certo valore del capitale;*
- *regolazione dei rapporti tra soci, passati, attuali o potenziali.*

Ai fini della determinazione del valore economico di PARCHI VAL DI CORNIA SPA, sulla base della documentazione e delle informazioni disponibili, lo Scrivente ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione in oggetto con il metodo patrimoniale semplice, adottando come metodo di controllo quello dei multipli.

La scelta del metodo patrimoniale semplice è effettuata in ragione del fatto che la Società di fatto esercita una attività ad alto contenuto pubblico, e non è dunque orientata alla produzione di flussi finanziari o economici da destinare ai soci, quanto piuttosto a garantire la conservazione e la fruibilità dello straordinario patrimonio storico, paesaggistico e naturale che si trova ad amministrare.

## 5. LA VALUTAZIONE DI PARCHI VAL DI CORNIA SPA

La metodologia primaria utilizzata nella presente valutazione è quella patrimoniale semplice.

Il primo passaggio nell'applicazione di questa metodologia consiste nell'esprimere a valore corrente tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale; in questo modo si giunge alla determinazione di un patrimonio netto espresso a valori correnti ("patrimonio netto rettificato").

Il metodo patrimoniale semplice, infatti, si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo componenti il capitale al fine di giungere al valore economico dell'azienda.

In termini matematici, il metodo in esame è così rappresentabile:

$$W = K'$$

laddove:

*W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice*

*K' = valore del patrimonio netto rettificato*

Si presentano nel seguito i risultati che emergono dall'applicazione del metodo scelto.

### Patrimonio netto rettificato (K')

Il patrimonio netto rettificato K' è il risultato di una valutazione, al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

- *identificazione del patrimonio netto contabile (i);*
- *accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);*
- *applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);*
- *calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).*

Identificazione del patrimonio netto contabile e patrimonio netto rettificato

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il **patrimonio netto contabile** alla data del 31.12.2019, come risultante dal bilancio fornito allo Scrivente, è pari ad **euro 1.538.339,00**.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore corrente e valore contabile:

Dal bilancio al 31.12.2019 emergono i seguenti valori: l'**attivo** è pari ad **euro 3.194.332,00** ed è composto da attivo immobilizzato per complessivi euro 776.301,00; da attivo circolante per euro 2.378.334,00, di cui disponibilità liquide per euro 920.644,00; e da ratei e risconti attivi per euro 39.697,00.

ATTIVO

Al **31.12.2019** non risultano crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, in quanto il capitale sociale è stato interamente sottoscritto e versato.

Le immobilizzazioni immateriali al 31.12.2019 risultano pari a complessivi euro 29.514,00, al netto degli ammortamenti, e riguardano:

- "i diritti di brevetto industriale e utilizzazione delle opere dell'ingegno" per un importo netto contabile di euro 18.927,00, costituiti principalmente da software, quasi completamente ammortizzati, iscritti a bilancio fra il 2015 e il 2019.
- "altre immobilizzazioni immateriali" per un importo netto contabile di euro 10.587,00, costituiti da spese di pubblicità iscritte fra il 2014 e il 2015 e oneri pluriennali diversi iscritti fra il 2018 e il 2019.

Lo Scrivente ritiene ragionevole presumere che le poste di bilancio sopra descritte, se espresse a valori di mercato, assumerebbero un valore pressoché nullo, ciò anche in considerazione del fatto che strutturalmente la Società non ha una collocazione di mercato in virtù dei vincoli che

la caratterizzano. Pertanto, si ritiene che **ai fini della presente perizia di stima non si possa assumere il loro valore netto contabile, ma questo debba essere azzerato.**

Le immobilizzazioni materiali al 31.12.2019 risultano pari a complessivi euro 746.562,00, al netto degli ammortamenti, e riguardano:

- “Terreni e fabbricati” per un importo netto contabile di euro 69.030,00: si ritiene che **ai fini della presente perizia di stima si possa assumere il loro valore netto contabile.**
- “Impianti e macchinari” per un importo netto contabile di euro 9.039,00: si ritiene che **ai fini della presente perizia di stima si possa assumere il loro valore netto contabile.**
- “Attrezzature industriali e commerciali” per un importo netto contabile di euro 57.473,00: si ritiene che **ai fini della presente perizia di stima si possa assumere il loro valore netto contabile.**
- “Altre immobilizzazioni materiali” per un importo netto contabile di euro 611.018,00: si ritiene che **ai fini della presente perizia di stima si possa assumere il loro valore netto contabile.**

Pertanto, in assenza di perizie giurate di stima da parte di esperti sul valore di mercato delle immobilizzazioni, si ritengono idonei i valori espressi in bilancio che tengono conto dell'utilità pluriennale di tali beni e della loro vita utile economico-tecnica residua.

Le immobilizzazioni finanziarie risultano costituite per euro 225,00 da partecipazioni in altre imprese e vengono assunte **ai fini della presente relazione di stima al loro valore netto contabile.**

Le rimanenze di prodotti finiti al 31.12.2019 sono pari ad euro 81.947,00. Si ritiene di poter assumere **ai fini della presente relazione di stima il valore netto contabile delle rimanenze.**

I crediti iscritti nell'attivo circolante al 31.12.2019 ammontano complessivamente ad euro 1.375.743,00 e sono così composti:

- “crediti verso clienti” esigibili entro l'esercizio successivo per euro 216.791,00, iscritti al netto del relativo fondo di svalutazione;

- "crediti tributari" per euro 48.388,00;
- "crediti verso altri", esigibili entro l'esercizio successivo per euro 1.004.874,00 ed esigibili oltre l'esercizio successivo per euro 105.690,00, iscritti al netto del relativo fondo di svalutazione.

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

Per quanto attiene i crediti nei confronti dei clienti è da evidenziare che la situazione più critica è quella relativa ai concessionari della Costa Est, con particolare riferimento a quelli presenti all'interno del Parco della Sterpaia. Nell'anno 2015, alla scadenza dei primi 12 anni di concessione (attribuita mediante gara pubblica), stante le indicazioni derivanti dalla direttiva Bolkestein, l'Amministrazione Comunale di Piombino, con apposite delibere, autorizzò la Società a prorogare i suddetti contratti fino alla data del 31 dicembre 2020, in linea, quindi, con la durata della concessione demaniale attribuita a ciascun ambito. Questa nuova scadenza era inferiore rispetto a quella ipotizzata nel primo contratto di concessione sottoscritto nel 2002 ed individuata nel 2029. Per il suddetto motivo il Comune di Piombino, con apposito atto di indirizzo di Giunta, impose alla Società una riduzione del 30% del canone concessorio fino a quel momento corrisposto ed una dilazione di pagamento dei canoni residui non ancora corrisposti dai concessionari stessi. Alla luce di quanto detto, è stato determinato il fondo svalutazione crediti verso clienti relativo principalmente all'esigibilità dei crediti verso i concessionari della Costa Est, con particolare riferimento alle quote delle concessioni arretrate. Il valore contabile dei crediti è espresso al netto del fondo di euro 191.408,00.

Per quanto riguarda i crediti verso i comuni per contributi da ricevere, va detto che anche questi vengono rettificati per il valore del loro fondo svalutazione di euro 48.008,00 e relativo ai crediti di maggiore anzianità che si ipotizzano di scarsa esigibilità.

Di conseguenza il totale dei crediti iscritti in bilancio è esposto al netto del complessivo fondo svalutazione crediti di euro 239.416,00 e, pertanto, **ai fini della relazione di stima, si ritiene di poter assumere il valore netto contabile dei crediti esposti.**

Le disponibilità liquide al 31.12.2019 risultano costituite per euro 11.354,00 da denaro in cassa e per euro 909.290,00 da depositi bancari e postali sui conti correnti ordinari della società. Quindi, **ai fini della presente perizia di stima le suddette liquidità vengono assunte per l'intero importo indicato in bilancio pari ad euro 920.644,00.**

Alla data del 31.12.2019 i risconti attivi ammontano ad euro 39.697,00. **Ai fini della relazione di stima, si ritiene di poter assumere il loro valore netto contabile.**

## PASSIVO

Il **passivo** al 31.12.2019 pari ad **euro 3.194.332,00** è composto dal patrimonio netto pari ad euro 1.538.339, dal fondo TFR per euro 729.458,00, dal fondo per rischi e oneri di euro 71.511,00, dai debiti per complessivi euro 593.782,00, e dai ratei e risconti passivi per euro 261.242,00.

Il "fondo TFR" rappresenta l'effettivo debito della società al 31.12.2019 verso i dipendenti al netto degli anticipi corrisposti ed è pari ad euro 729.458,00. **Ai fini della presente relazione di stima viene assunto per il valore indicato in bilancio.**

Per quanto attiene i contenziosi, al momento la Società ha:

- Un decreto di raccolta informazioni da parte della Corte dei Conti sull'utilizzo di una foresteria, interna al parco di Baratti e Populonia, da parte dell'Amministratore Delegato;
- La costituzione e difesa nel giudizio al TAR notificato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per l'annullamento di una determinazione del Comune di Piombino in merito all'aggiudicazione di concessioni nel Parco della Sterpaia, gestito dalla Società;
- La costituzione e difesa in giudizio nel processo dinanzi al TAR per una gara di lavori da realizzare all'interno del Parco di Baratti e Populonia;
- Un contenzioso in essere con un cliente per il recupero di fatture mai liquidate e relative ad una concessione di servizio nel Parco di Rimigliano;
- Un contenzioso in essere dinanzi al Tribunale di Livorno, con una ditta che ha eseguito i lavori di consolidamento della Rocca di San Silvestro, nell'omonimo parco archeominerario nel Comune di Campiglia Marittima, gestito dalla Società.

Il "fondo per rischi e oneri" è rappresentato proprio dal fondo rischi per arbitrati e contenziosi ed è pari ad euro 71.511,00. **Ai fini della presente relazione di stima viene assunto per il valore indicato in bilancio.**

Per quanto riguarda i debiti, sono valutati al loro valore nominale e sono tutti esigibili entro l'esercizio successivo. I "debiti verso fornitori" ammontano ad euro 121.437,00. La voce "debiti tributari" è pari ad euro 21.055,00; mentre i "debiti per contributi previdenziali ed assistenziali" sono complessivamente di euro 42.923,00 e relativi ai debiti verso l'INPS, l'INAIL ed altri istituti di previdenza/assistenza. In ultimo gli "altri debiti" sono pari ad euro 408.367,00. **Ai fini della presente relazione di stima tutti i debiti vengono tutti assunti per i valori indicati in bilancio.**

Al 31.12.2019 i risconti passivi sono pari ad euro 261.242,00. **L'importo indicato in bilancio viene assunto anche ai fini della presente relazione di stima.**

#### 6. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO E GLI ONERI FISCALI POTENZIALI

Sulla base dei dati sopra esposti lo Scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato.

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL SEGRETARIO



PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

STATO PATRIMONIALE	VALORI DI BILANCIO	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	- €	- €	- €
<b>Tot. Immobilizzazioni Immateriali</b>	<b>29.514,00 €</b>	- €	- €
1) costi di impianto e di ampliamento	- €	- €	- €
2) costi di sviluppo	- €	- €	- €
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	18.927,00 €	- €	18.927,00 €
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	- €	- €	- €
5) avviamento	- €	- €	- €
6) immobilizzazioni in corso e acconti	- €	- €	- €
7) altre	10.587,00 €	- €	10.587,00 €
<b>Tot. Immobilizzazioni Materiali</b>	<b>746.562,00 €</b>	<b>746.562,00 €</b>	- €
1) terreni e fabbricati	69.030,00 €	69.030,00 €	- €
2) impianti e macchinari	9.039,00 €	9.039,00 €	- €
3) attrezzature industriali e commerciali	57.475,00 €	57.475,00 €	- €
4) altri beni	611.018,00 €	611.018,00 €	- €
5) immobilizzazioni in corso e acconti	- €	- €	- €
<b>Tot. Immobilizzazioni Finanziarie</b>	<b>225,00 €</b>	<b>225,00 €</b>	- €
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	225,00 €	225,00 €	- €
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	- €	- €	- €
3) altri titoli	- €	- €	- €
4) strumenti finanziari derivati attivi	- €	- €	- €
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>776.301,00 €</b>	<b>746.787,00 €</b>	- €
Rimanenze	81.947,00 €	81.947,00 €	- €
Crediti verso clienti	216.791,00 €	216.791,00 €	- €
Crediti verso imprese controllate	- €	- €	- €
Crediti verso imprese collegate	- €	- €	- €
Crediti verso controllanti	- €	- €	- €
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €	- €	- €
Crediti tributari	48.388,00 €	48.388,00 €	- €
Imposte anticipate	- €	- €	- €
Crediti verso altri	1.110.564,00 €	1.110.564,00 €	- €
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	- €	- €	- €
Liquidità	920.644,00 €	920.644,00 €	- €
Ratel e risconti attivi	39.697,00 €	39.697,00 €	- €
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>2.418.031,00 €</b>	<b>2.418.031,00 €</b>	- €
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>3.194.332,00 €</b>	<b>3.164.818,00 €</b>	<b>29.514,00 €</b>
Fondi per rischi e oneri	71.511,00 €	71.511,00 €	- €
Fondo TFR	729.458,00 €	729.458,00 €	- €
Obbligazioni	- €	- €	- €
Debiti verso soci per finanziamenti	- €	- €	- €
Debiti verso banche	- €	- €	- €
Debiti verso altri finanziatori	- €	- €	- €
Debiti verso fornitori e acconti	121.437,00 €	121.437,00 €	- €
Debiti rappresentati da titoli di credito	- €	- €	- €
Debiti verso imprese controllate	- €	- €	- €
Debiti verso imprese collegate	- €	- €	- €
Debiti verso controllanti	- €	- €	- €
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €	- €	- €
Debiti tributari	21.055,00 €	21.055,00 €	- €
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	42.923,00 €	42.923,00 €	- €
Debiti verso altri	408.367,00 €	408.367,00 €	- €
Ratel e risconti passivi	261.242,00 €	261.242,00 €	- €
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.655.993,00 €</b>	<b>1.655.993,00 €</b>	- €
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>1.538.339,00 €</b>	<b>1.508.825,00 €</b>	<b>29.514,00 €</b>

A questo punto sarebbe stato necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze.

La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente. In molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di poter ignorare il c.d. effetto paratasse, in quanto non si evidenziano plusvalenze, ma solo minusvalenze.

Stabilito che nel caso di specie non vi sono oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze, si procede alla determinazione del patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

<b>Metodo Patrimoniale Semplice: Patrimonio netto rettificato</b>	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	1.538.339,00 €
Rettifiche in aumento	
Rettifiche in diminuzione	- 29.514,00 €
Oneri fiscali potenziali	- €
<b>Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato</b>	<b>1.508.825,00 €</b>

Il patrimonio netto rettificato risulta di euro 1.508.825,00.

In conclusione, sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, **il valore del capitale economico della società PARCHI VAL DI CORNIA SPA secondo un approccio patrimoniale semplice è pari ad euro 1.508.825,00.**

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

## 7. IL METODO DI CONTROLLO

La valutazione relativa, che si basa sull'impiego dei multipli, largamente diffusa tra gli specialisti della finanza, si sta affermando nella prassi professionale come un metodo dotato di una propria autonomia non essendo più considerato solo come metodo di controllo di altri criteri c.d. analitici.

Il criterio dei multipli, pur ricadendo nella metodica di mercato e non in quella dei flussi di risultati attesi, è una valutazione relativa che permette di individuare il valore dell'azienda sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

L'approccio alla base del criterio dei multipli è quello secondo cui il mercato nel complesso, e quindi nella media dei prezzi che esprime è efficiente<sup>1</sup>.

Ovviamente la valutazione relativa perderà di potenza e di affidabilità laddove il campione selezionato non sia omogeneo all'azienda oggetto di valutazione. Un campione formato da società appartenenti al medesimo settore ed al mercato di quotazione domestico conduce a risultati indubbiamente migliori; purtroppo questa situazione si verifica raramente in Italia dove i mercati sono ancora poco sviluppati.

La costruzione di un multiplo si basa sull'idea che il numeratore è il risultato dell'impiego di un criterio di valutazione (DCF, reddituale, patrimoniale), mentre il denominatore è la variabile guida (value driver) in grado di spiegare la risultanza del metodo posto al numeratore.

Il numeratore ed il denominatore devono essere coerenti fra loro. Nella pratica il numeratore può essere espresso secondo due tipologie di flussi: asset side o equity side.

La prima (asset side) corrisponde all'attualizzazione dei flussi di competenza sia degli azionisti che dei finanziatori (unlevered DCF), la seconda (equity side) si basa sull'attualizzazione dei flussi disponibili unicamente per gli azionisti (levered DCF); in sostanza i flussi unlevered DCF consentono di determinare il valore del capitale operativo, mentre i flussi levered DCF il valore del capitale netto.

I flussi unlevered sono collegati alla gestione operativa dell'azienda vale a dire al capitale operativo investito netto (c.d. COIN) che risulta finanziato in parte con il capitale proprio (equity) ed in parte con quello di terzi (debt), dunque una parte del capitale operativo netto (COIN) trae vantaggio da un ulteriore fonte di finanziamento rispetto al capitale proprio. E' evidente che le risorse di terzi devono essere rimborsate e di questo infatti la valutazione con flussi unlevered tiene conto nel momento in cui include nella stima la posizione finanziaria netta (PFN) sottraendola.

Operare con i multipli significa detenere in un quoziente, dunque in un dato sintetico, una costruzione complessa data da un numeratore che si caratterizza per la sua riconducibilità ad uno specifico criterio di valutazione, in genere DCF, e da un denominatore rappresentato da

<sup>1</sup> Damodaran "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore.

una variabile guida, in genere flussi di cassa, che è quella su cui si basa il metodo sintetizzato al numeratore.

A livello operativo il multiplo asset side EV/EBITDA è quello maggiormente utilizzato, tale scelta è riconducibile a vari fattori tra cui: la volontà di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse fra loro traducendosi in ammortamenti a conto economico più o meno consistenti con evidenti difficoltà di confronto fra le imprese costituenti il campione e quella oggetto di valutazione, la maggior presenza di imprese con Ebitda positivi a fronte di possibili Ebit o Nopat negativi, la maggiore confrontabilità fra imprese appartenenti a paesi diversi attenuando l'effetto di una tassazione differente.

In una valutazione relativa come quella con i multipli, dove si applica ad un'azienda non quotata, spesso una PMI, un quoziente estratto da un campione di società comparabili pubbliche (quotate), si pone senza dubbio la questione di determinare uno sconto di illiquidità da applicare alla stima dell'azienda oggetto di valutazione, o meglio di come aggiustare il quoziente estratto da un insieme di imprese pubbliche ed applicarlo ad un'impresa privata. Se non risultano disponibili prezzi di transazioni su attività illiquidi simili, come realisticamente possiamo attenderci, potremmo ricorrere ad una soluzione alternativa quale quella di stimare inizialmente l'azienda considerandola liquida e poi correggere la stima applicando uno sconto per l'illiquidità.

Il moltiplicatore utilizzato è **EV/Ebitda**.

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

Al fine di determinare il multiplo, lo Scrivente incaricato si è avvalso delle tavole elaborate da Damodaran per settori di attività. Dalle tavole pubblicate sul sito "[Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran \(nyu.edu\)](http://Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran (nyu.edu))", nella sezione "*Data: Current*", risulterebbe per il settore "*Recreation*" un moltiplicatore di **18,73**. Pertanto, lo Scrivente ha ritenuto opportuno utilizzare il multiplo risultante dalle tavole sopra menzionate.

Applicando il moltiplicatore scelto all'Ebitda media dell'ultimo triennio (2017, 2018, 2019) dei PARCHI VAL DI CORNIA SPA pari ad euro 159.180,65 si ottiene un valore di euro 2.981.453,64.

Per la quantificazione dello sconto da applicare alla stima, anche ipotizzando di detenere informazioni sui prezzi di transazioni di aziende non quotate e similari (ipotesi piuttosto remota), sarebbe ancora più difficile sapere la differenza fra valori e prezzi, questo spread

(prezzo/valore) è quello che cerchiamo perché quantifica lo sconto di illiquidità da applicare alla stima.

Dunque, l'esperto che voglia considerare questo sconto non può fare altro che affidarsi agli studi che nel tempo sono stati elaborati dagli analisti sulle restricted stocks, vale a dire strumenti emessi da società quotate ma venduti a investitori mediante collocamenti privati secondo le regole previste dall'art. 144 del SEC.

Considerato che la vendita di questi strumenti avviene ad un prezzo molto più basso rispetto al collocamento sul mercato, gli analisti hanno interpretato questa differenza come un possibile indicatore dello sconto di illiquidità.

Nelle tabelle che seguono sono riportati i risultati di alcuni studi condotti sul collocamento delle restricted stocks<sup>2</sup>; le percentuali possono fungere da correttivo in una stima relativa (criterio dei multipli) che come visto assume dal mercato una serie di ipotesi in termini di tassi di crescita, scenari futuri e tasso di attualizzazione.

<b>Restricted Stock Studies</b>			
<b>Summary of Observed Price Discounts</b>			
<u>Restricted Stock Study</u>	<u>Observation Period of Study</u>	<u>Observed Price Discount</u>	<u>Average</u>
SEC Overall Average	1966-69	25.8 percent	
SEC Nonreporting OTC Companies	1966-69	32.6 percent	
Milton Gelman	1968-70	33.0 percent	
Robert R. Trout	1968-72	33.5 percent	
Robert E. Moroney	1969-72	35.6 percent	
J. Michael Maher	1968-73	35.4 percent	
Standard Research Consultants	1978-82	45.0 percent	
Willamette Management Associates	1981-84	31.2 percent	
Hertzel & Smith	1980-87	13.5 percent	
William L. Silber	1981-88	33.8 percent	
Baja, Denis, Ferris, and Sarin [a]	1990-95	22.2 percent	
Johnson Study	1991-95	20.0 percent	
Management Planning, Inc.	1980-96	27.1 percent	
FMV Opinions, Inc.[b]	1980-97	23.0 percent	
Columbia Financial Advisors, Inc.	1996-97	21.0 percent	
Columbia Financial Advisors, Inc.	1997-98	13.0 percent	
Hall and Polacek	1979-92	23.0 percent	
Stryker and Pittock	1978-82	45.0 percent	
Trugman Valuation Associates	2007-08	18.1 percent	
Trugman Valuation Associates	2009-10	16.6 percent	
LiquiStat	2005-06	32.8 percent	

La letteratura professionale in tema di valutazione di aziende giudica realistica una dimensione

<sup>2</sup> 3° Conferenza Internazionale sulla Valutazione d'Azienda, OIV Università Bocconi, Milano 19 gennaio 2015.

media dello sconto di liquidità attorno al 45%<sup>3</sup>.

In questo caso particolare, alla luce della natura della società, del fatto che i potenziali acquirenti delle quote sono sottoposti a restrizioni statutarie e normative (società in house providing) ed alla presa di atto che i tentativi di cessione delle quote da parte di alcuni soci, effettuati con procedura di evidenza pubblica, sono andati tutti diversi, si ritiene di procedere all'applicazione di uno **sconto di liquidità del 50%**. Applicando, quindi, uno sconto di liquidità del 50%, si ottiene un valore di euro 1.490.726,82.

Considerata una **Posizione finanziaria netta positiva** alla data di composizione della presente perizia di euro **191.186,00**, si ottiene un valore economico di 1.681.912,82.

Si precisa che la posizione finanziaria netta è stata calcolata come somma algebrica fra le disponibilità liquide, i crediti finanziari, i debiti finanziari e il fondo TFR al 31.12.2019.

Quanto al fondo TFR l'inclusione o meno nella PFN del TFR è da sempre un tema molto dibattuto e discusso, soprattutto in sede negoziale. Coloro che sostengono la correttezza dell'inclusione del TFR muovono dall'assunto che questa è nella sostanza una forma di autofinanziamento dell'impresa, tanto che è oggetto di rivalutazione annuale a riprova della sua, seppure minima, onerosità. Coloro che invece ne sostengono l'esclusione, lo fanno nel presupposto che, essendo il TFR riferito ai dipendenti, esso costituirebbe una passività operativa. Non vi è sul punto una unanimità di vedute, per cui il tema è sovente risolto a livello negoziale. Prudenzialmente lo Scrivente ha incluso il TFR nella somma algebrica.

Nel dettaglio la posizione finanziaria netta risulta come segue:

PFN	
920.644,00 €	disponib liquide+
- €	cred finanz. +
- €	debiti v/banche e v/altri finanziatori-
729.458,00 €	fondo tfr-
<b>191.186,00 €</b>	<b>PFN</b>

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

<sup>3</sup> Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill, 2008, pag. 432.

Di conseguenza, si giunge ad un **valore del capitale economico della Società di euro 1.681.912,82.**

<b>Valore economico del capitale Metodo dei Multipli</b>	<b>1.681.912,82 €</b>
--	-----------------------

\*\*\*

Con riferimento ai criteri metodologici illustrati in precedenza, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del **capitale economico (W) della società PARCHI VAL DI CORNIA SPA.**

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando due metodi. Il metodo principale adottato è stato quello patrimoniale semplice; come metodo di controllo si è fatto ricorso al metodo dei multipli, facendo ricadere la scelta sul multiplo asset side EV/EBITDA.

Di seguito vengono riproposti i risultati dei due metodi utilizzati:

<b>Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato</b>	<b>1.508.825,00 €</b>
<b>Valore economico del capitale Metodo dei Multipli</b>	<b>1.681.912,82 €</b>

La scelta di adottare il metodo patrimoniale semplice trova sostanziale conferma nella risultanza del metodo di controllo, visto che la distanza tra i due valori è di poco superiore al 10%.

Conclusivamente, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, **lo Scrivente incaricato stima che il valore economico dei PARCHI VAL DI CORNIA SPA sia da considerare pari ad euro 1.508.825,00.**

A questo punto è possibile procedere alla determinazione delle tre quote di recesso:

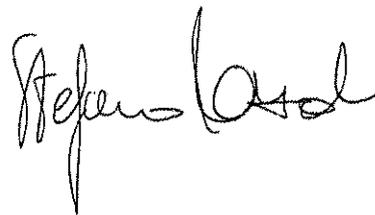
<b>VALORE ECONOMICO DELLA SOCIETA'</b>		<b>1.508.825,00 €</b>
PESO QUOTA PROVINCIA DI LIVORNO	5,67%	
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>		<b>85.550,38 €</b>
PESO QUOTA CAMERA DI COMMERCIO DI LIVORNO	0,07%	
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>		<b>1.056,18 €</b>
PESO QUOTA BAIA ETRUSCA SNC	0,03%	
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>		<b>452,65 €</b>

Con quanto detto si ritiene di avere concluso l'incarico e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 03.03.2021

Il perito valutatore

*Prof. Stefano Pozzoli*



PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL SEGRETARIO

PARCHI VAL DI CORNIA SPA  
IL PRESIDENTE

