

VALUTAZIONE DELLA QUOTA DETENUTA
DALLA PROVINCIA DI MASSA CARRARA
NELLA SOCIETA' AUTOCAMIONALE
DELLA CISA S.P.A.

STUDIO CASANI & ASSOCIATI

DOTT. ANDREA MOSCA

Largo XXV Aprile, 8 - 54033 CARRARA (MS)

Via Fieschi, 8 - 16121 GENOVA

tel. 0585 777553

fax 0585 777575

E-mail mosca@studiocasanieassociati.it

PEC: moscaandrea@legalmail.it

Am

Il sottoscritto Andrea Mosca, nato a Massa (MS), il 26 Febbraio 1964, Dottore Commercialista, iscritto nel Registro dei Revisori Legali, con studio in Carrara, Largo XXV Aprile 8, è stato incaricato dalla Provincia di Massa Carrara di redigere una relazione di stima per la determinazione del valore della quota azionaria detenuta dalla Provincia nella società partecipata Autocamionale della Cisa S.p.A.

Il sottoscritto, assunte le necessarie informazioni ed espletati i richiesti accertamenti, procederà ad illustrare nel prosieguo il contenuto e le modalità tecniche del processo valutativo applicato al caso in esame. In particolare, ha ritenuto opportuno impostare l'elaborato secondo lo svolgimento di seguito indicato:

1. Oggetto e limitazione dell'incarico	pag. 3
2. Elenco della documentazione acquisita	pag. 5
3. Presentazione della Società e dei principali risultati economici	pag. 5
4. Analisi del settore	pag. 13
5. Scelta del metodo di valutazione e sua applicazione	pag. 14
6. Metodo di controllo e valutazioni conclusive	pag. 19



1. Oggetto e limitazione dell'incarico

La Provincia di Massa Carrara (di seguito Provincia) partecipa al capitale sociale della Autocamionale della Cisa S.p.A. (di seguito Autocisa), società a capitale misto pubblico-privato, di cui detiene 848.377 azioni del valore nominale di Euro 0,50 ciascuna, corrispondenti ad un valore nominale di Euro 424.188,50, pari allo 0,874% del capitale sociale.

Con delibera di Consiglio Provinciale n. 39 del 10 agosto 2012, la Provincia aveva deliberato la dismissione di una parte della suddetta partecipazione, pari al 0,94% del valore nominale complessivamente detenuto (800.000 azioni). Per verificare la fattibilità di tale dismissione, la Provincia aveva affidato il servizio peritale per la valutazione delle azioni Autocisa alla società Arthur D. Little S.p.A., con sede a Milano, in Corso Monforte n. 54.

In seguito, con nota del 20 novembre 2014 inviata a tutti gli enti pubblici soci, la SALT (Società Autostrada Ligure Toscana), socia in maggioranza assoluta di Autocisa, ha presentato una offerta di acquisto delle azioni di Autocisa al prezzo irrevocabile di Euro 2,20 per ciascuna azione.

Per considerare l'offerta di acquisto della SALT, la Provincia ha ritenuto necessario procedere ad un aggiornamento della valutazione delle azioni dell'Autocisa elaborata nel 2012 dalla società Arthur D. Little S.p.A, al fine utilizzare tale aggiornamento come base d'asta della gara pubblica che verrà attivata in concerto con gli altri soci pubblici interessati.

Tale attività di stima è stata affidata allo Studio Casani & Associati, con sede in Carrara (MS), in Largo XXV Aprile n.8.

Le nostre analisi hanno avuto per oggetto le proiezioni economiche e patrimoniali e i dati quantitativi extracontabili predisposti dal management di Autocisa e delle sue partecipate.

Qualsiasi giudizio sulla ragionevolezza delle ipotesi sottostanti le proiezioni economiche e patrimoniali non può, in alcun modo, prescindere dall'impossibilità di prevedere con certezza il verificarsi o meno di eventi futuri. Pertanto, qualsiasi considerazione da noi fatta in merito alla correttezza metodologica del processo di pianificazione e alla

ragionevolezza delle assunzioni non può rappresentare una garanzia del fatto che queste ultime si realizzino in futuro.

In particolare, per ciò che concerne i dati previsionali fornitici, si è presupposto che essi siano stati preparati in modo obiettivo in base ad ipotesi che riflettano una ragionevole rappresentazione dell'evoluzione economico-finanziaria dell'attività di Autocisa e delle sue partecipate.

Il nostro lavoro non è in alcun modo assimilabile ad un procedimento di revisione del profilo economico e patrimoniale futuro di Autocisa e delle sue partecipate.

La valutazione delle singole società è stata effettuata in ipotesi di continuità di gestione, secondo le normali condizioni di sviluppo aziendale, e, in quanto basata su dati di natura previsionale, presuppone il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici previsti nei piani economico-finanziari forniti dal management delle società.

Il nostro incarico non ha previsto la verifica o l'accertamento circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali (o di minori attività attese), non riportate nei bilanci stessi, salvo quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte del management delle società.

L'incarico è stato svolto e portato a termine sulla base delle assunzioni e delle informazioni evidenziate nelle pagine seguenti e considerate valide alla data della presente relazione. Eventi successivi potrebbero avere un significativo impatto sulla valutazione. L'oggetto del nostro incarico non prevede aggiornamenti o modifiche del lavoro a tale proposito.

La presente relazione è stata predisposta ad uso esclusivo del Committente, la Provincia di Massa Carrara.

Il valore del capitale economico da noi stimato rappresenta un valore teorico non identificabile come possibile prezzo della Società. Quest'ultimo, infatti, viene stabilito tra eventuali parti sulla base di considerazioni ed aspetti contingenti e soggettivi estranei alla finalità del presente incarico.



2. Elenco della documentazione acquisita

Al fine dello svolgimento dell'incarico di valutazione della quota azionaria detenuta dalla Provincia nella Autocisa, è stata acquisita la seguente documentazione:

- per Autocamionale della Cisa S.p.A.:
 - Relazione finanziaria semestrale al 30/06/2014;
 - Bilanci 2011 - 2013;
 - Visura camerale aggiornata;
- per Cisa Engineering S.p.A.:
 - Bilancio al 31/12/2013;
- per ABC Costruzioni S.p.A.:
 - Bilancio al 31/12/2013;
- Piano Economico Finanziario 2010 - 2031 (Allegato E1 alla Convenzione);
- Nota esplicativa al Piano Economico Finanziario (2010 - 2031);
- Deliberazione CIPE del 13 maggio 2010;
- Deliberazione CIPE del 21 marzo 2013.

3. Presentazione della Società e dei principali risultati economici

Prima di passare all'analisi delle singole poste patrimoniali e dei relativi criteri di valutazione, appare utile fornire alcuni cenni in ordine agli aspetti aziendali e societari più significativi riguardanti la società oggetto di indagine.

Autocisa opera nel settore della costruzione e gestione delle reti autostradali in concessione. In particolare, la Società gestisce l'Autostrada A15 Parma-La Spezia, con prolungamento per Mantova (Nogarole Rocca), in forza della Convenzione "Unica" sottoscritta con ANAS S.p.A in data 3 marzo 2010. La tratta in concessione è pari complessivamente a 184 km , di cui:

- 83 km relativi al prolungamento per Mantova, ancora da realizzare;
- 101 km relativi alla Parma - La Spezia, già in esercizio.

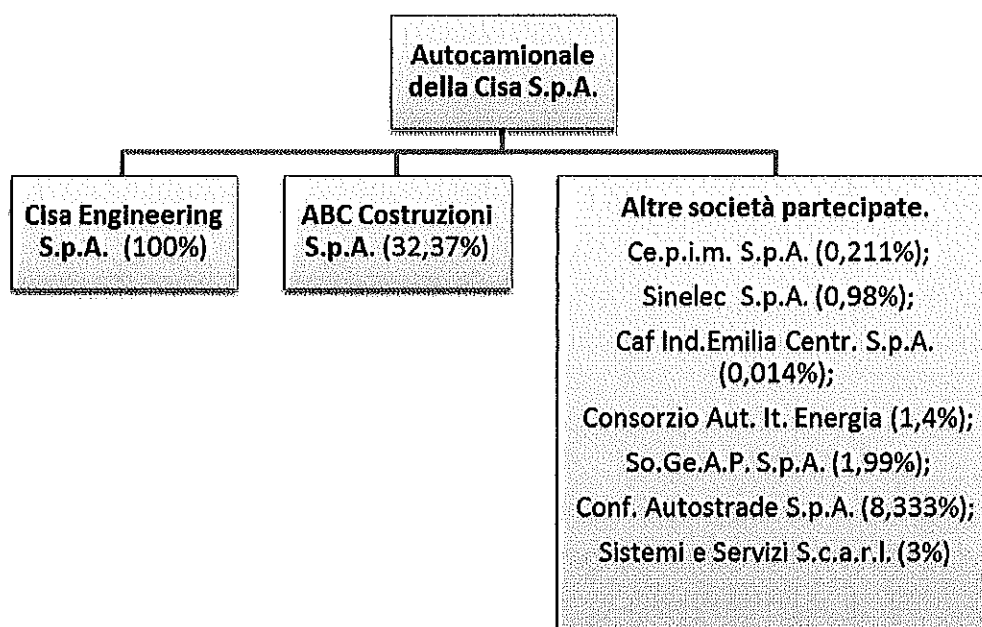
Società partecipate

Autocisa detiene partecipazioni in numerose società, alcune delle quali operanti nel settore della gestione e manutenzione delle reti autostradali.

In particolare, Autocisa detiene:

- l'intero capitale sociale della **Cisa Engineering S.p.A.**, che svolge attività di progettazione e prestazioni tecniche diverse per conto di SALT p.A. e della stessa Autocisa;
- il 32,37% della collegata **ABC Costruzioni S.p.A.**, che si occupa di lavori di costruzione e manutenzione autostradale per le società del gruppo;
- partecipazioni di minoranza in altre società.

Il seguente grafico rappresenta le partecipazioni detenute da Autocisa:

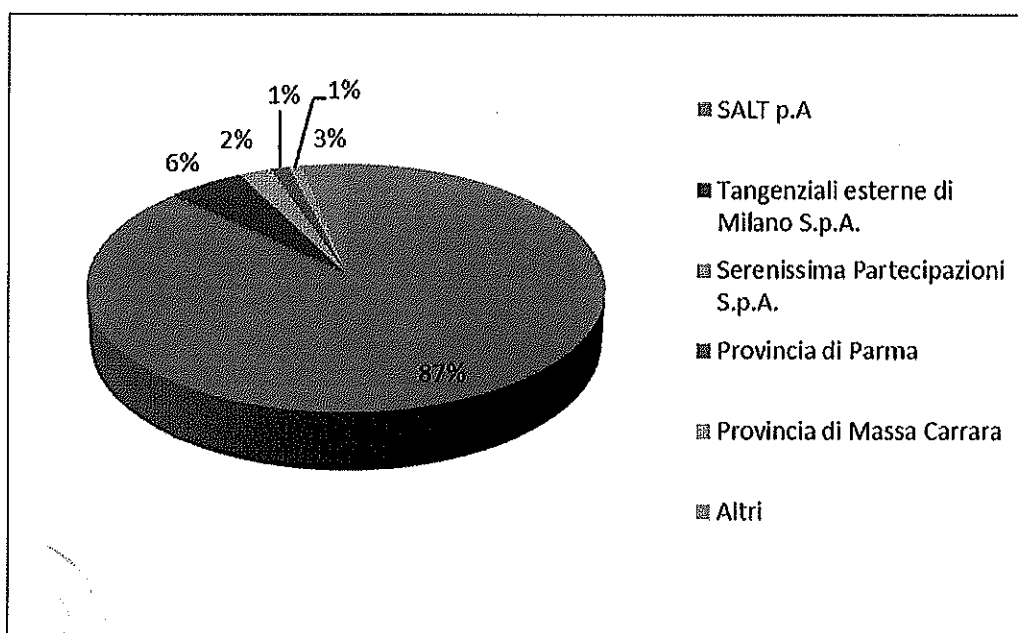


Fonte: Bilancio al 31/12/2013

Compagine sociale

Il capitale sociale della Autocisa, al 30/06/2014, è pari a 83.200 migliaia di euro, di cui 48.533.333 Euro versati ed è suddiviso in 97.066.666 azioni dal valore nominale di 50 centesimi di euro.

Il seguente grafico a torta sintetizza la compagine sociale della Autocisa:



Fonte: Visura camerale della Società

Disciplina Convenzionale

Come già precisato, la società Autocisa gestisce l'Autostrada A15 Parma-La Spezia, con prolungamento per Mantova (Nogarole Rocca), in forza della Convenzione "Unica" sottoscritta con ANAS S.p.A in data 3 marzo 2010. Tale convenzione regola il rapporto tra il concedente ed il concessionario per la costruzione e l'esercizio della suddetta tratta fino al 31 dicembre 2031, data nella quale Autocisa dovrà trasferire ad ANAS l'autostrada.

Alla Convenzione è stato allegato un Piano Economico Finanziario (in seguito PEF), che comprende l'intero collegamento Parma-Nogarole-Rocca.

L'articolo 11 della Convenzione prevede che il PEF debba essere oggetto di revisione ogni 5 anni. In data 31 dicembre 2012 è giunto al termine, per la prima volta, il periodo regolatorio quinquennale e, pertanto, si è presentata la necessità di procedere all'aggiornamento del PEF. Le modalità e le procedure in base alle quali provvedere all'aggiornamento del piano sono state definite dal Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE), con delibera del 21 marzo 2013.

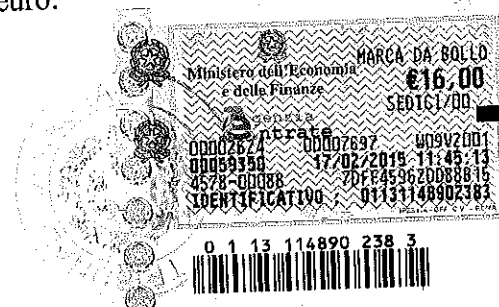
I principali dati economici della Autocisa e delle principali partecipate

Autocamionale della Cisa S.p.A. - Conto Economico e Stato Patrimoniale dell'ultimo triennio (dati in migliaia di euro)

	2011	2012	2013	% 11-13
Ricavi	103.995	98.954	96.725	-7%
Costi operativi	-51.174	-47.891	-50.550	-1%
EBITDA	52.821	51.063	46.176	-13%
Amm.ti e acc.ti	-26.329	-29.806	-30.636	16%
EBIT	26.492	21.257	15.539	-41%
Gestione finanziaria	-3.438	-227	345	-110%
Gesione straordinaria	99	3.118	14	-114%
Utile ante imposte	23.153	24.148	15.870	-31%
Imposte	-7.690	-7.307	-4.665	-39%
Utile netto	15.463	16.841	11.205	-28%

La riduzione dei ricavi nel triennio ha riguardato sia i ricavi da pedaggio, a causa principalmente della riduzione progressiva dei volumi di traffico, sia i proventi derivanti dalle *royalties* corrisposte dalle Aree di Servizio, le quali hanno risentito fortemente della crisi che ha investito il settore della ristorazione e dei carburanti, con decrementi di fatturato significativi.

L'esercizio 2012 ha chiuso con un risultato migliore rispetto all'anno precedente, nonostante la riduzione dei ricavi, grazie alla sopravvenienza attiva registrata in seguito alle devoluzioni delle Aree di Servizio per 2.855 migliaia di euro.



	2011	2012	2013
Imm. Materiali	280.891	278.932	276.603
Imm. Immateriali	56	47	36
Imm. Finanziarie	5.528	5.490	5.488
Totale Immobilizzazioni	286.475	284.469	282.127
Capitale Circolante Netto	- 10.990	5.186	5.063
Fondi	- 26.478	- 28.151	- 28.050
Altri impegni netti correnti	345	368	369
Capitale Investito netto	249.352	261.873	259.508
Patrimonio netto	95.442	123.723	126.192
Debiti vs banche	65.000	55.000	45.000
Debiti a breve / (Disponibilità liquide)	- 2.358	- 7.619	- 1.953
Debiti finanziari netti	62.642	47.381	43.047
ANAS ex Fondo Centrale di Garanzia	91.268	90.769	90.269
Totale fonti	249.352	261.873	259.508

Le immobilizzazioni materiali riguardano principalmente beni cosiddetti "reversibili", ovvero da devolversi a titolo gratuito al termine della concessione (si tratta del corpo autostradale).

Le immobilizzazioni finanziarie sono costituite integralmente dal valore delle partecipazioni, valorizzate al costo di acquisto o di sottoscrizione.

Le fonti di finanziamento sono costituite dal patrimonio netto, che si è incrementato significativamente nel 2012 a seguito dell'aumento di capitale per nominali 6.933 migliaia di euro, dai debiti verso gli istituti bancari e dal debito verso ANAS.

Il valore complessivo delle partecipazioni iscritte nel bilancio al 31/12/2013, pari a 5.488 migliaia di euro, è così costituito:

Società	Percentuale di partecipazione di Autocisa	Capitale sociale (€/000)	Valore di iscrizione nel bilancio al 31/12/2013 (€/000)
Cisa Engineering S.p.A.	100,000%	1.000,00	1.000,00
ABC Costruzioni S.p.A.	32,370%	5.327,00	3.593,00
Ce.p.i.m. S.p.A.	0,211%	6.643,00	14,00
Sinelec S.p.A.	0,980%	7.383,00	84,00
Caf Ind. Emilia Centr. S.p.A.	0,014%	378,00	-
Consorzio Aut. It. Energia	1,400%	107,00	2,00

So.Ge.A.P. S.p.A.	1,990%	19.455,00	376,00
Conf. Autostrade S.p.A.	8,333%	6.000,00	416,00
Sistemi e Servizi S.c.a.r.l.	3,000%	100,00	3,00
		Totale	5.488,00

Autocamionale della Cisa S.p.A. - Relazione finanziaria semestrale al 30/09/2014

La relazione finanziaria semestrale al 30/09/2014 di Autocisa evidenzia i seguenti valori economico-patrimoniali (dati in migliaia di euro):

Ricavi	50.763
Costi operativi	- 25.215
EBITDA	25.548
Amm.ti e acc.ti	- 17.124
EBIT	8.424
Gestione finanziaria	- 1.107
Gesione straordinaria	- 78
Utile ante imposte	7.239
Imposte	- 1.912
Utile netto	5.327

Imm. Materiali	277.531,00
Imm. Immateriali	760,00
Imm. Finanziarie	5.419,00
Totale Immobilizzazioni	283.710,00
Capitale Circolante Netto	- 138.738,00
Fondi	- 28.706,00
Altri impegni netti correnti	5.416,00
Capitale Investito netto	121.682,00
Patrimonio netto	125.209,00
Debiti vs banche	40.000,00
Debiti a breve / (Disponibilità liquide)	- 133.796,00
Debiti finanziari netti	- 93.796,00
ANAS ex Fondo Centrale di Garanzia	90.269,00
Totale fonti	121.682,00

Il risultato del primo semestre 2014 evidenzia un utile netto di 5.327 migliaia di euro rispetto ai 2.232 migliaia di euro nel primo semestre 2013. Tale incremento è stato determinato, in parte, dall'aumento tariffario riconosciuto dal 1° gennaio 2014 (+6,26%) e, in parte, dalla crescita dei volumi di traffico, aumentati del 3,92% rispetto al corrispondente periodo del 2013.

Cisa Engineering S.p.A

Come per Autocisa, si riportano di seguito le principali componenti del conto economico e della situazione economica e finanziaria della controllata, quali risultano dal relativo bilancio al 31/12/2013 (dati in migliaia di euro):

Ricavi	1.917
Costi operativi	- 1.597
EBITDA	320
Amm.ti e acc.ti	- 9
EBIT	311
Gestione finanziaria	1
Gestione straordinaria	-
Utile ante imposte	312
Imposte	- 114
Utile netto	198

Imm. Materiali	8,39
Imm. Immateriali	3,33
Imm. Finanziarie	8,00
Totale Immobilizzazioni	19,72
Capitale Circolante Netto	1.578,53
Fondi	- 119,81
Altri impegni netti correnti	
Capitale investito netto	1.478,43
Patrimonio netto	2.260,83
Debiti vs banche	
Debiti a breve / (Disponibilità liquide)	- 782,39
Debiti finanziari netti	- 782,39
Totale fonti	1.478,43

La società CISA Engineering S.p.A., interamente posseduta da Autocisa, ha continuato nel 2013 l'attività di progettazione e costruzione per conto di SALT p.A. ed Autocisa.

I ricavi della società, pari a circa 2 milioni di euro, hanno registrato rispetto all'anno precedente un significativo incremento che si è riflesso anche sull'utile netto (il quale è passato da 94 a 198 migliaia di euro).

La situazione finanziaria al 31/12/2013, inoltre, evidenzia un'esposizione creditoria di 782 migliaia di euro.



ABC Costruzioni S.p.A

Si riportano di seguito le principali componenti del conto economico e della situazione economica e finanziaria della società collegata, quali risultano dal bilancio al 31/12/2013 (dati in migliaia di euro):

Ricavi	74.398
Costi operativi	- 67.733
EBITDA	6.665
Amm.ti e acc.ti	- 575
EBIT	6.090
Gestione finanziaria	416
Gesione straordinaria	420
Utile ante imposte	6.926
Imposte	- 2.299
Utile netto	4.627

Imm. Materiali	1.244,57
Imm. Immateriali	448,91
Imm. Finanziarie	246,75
Totale Immobilizzazioni	1.940,24
Capitale Circolante Netto	6.722,79
Fondi	- 1.424,33
Altri impegni netti correnti	21,31
Altri impegni netti a m/l	1.802,92
Capitale Investito netto	9.062,92
Patrimonio netto	20.859,48
Debiti vs banche	
Debiti a breve / (Disponibilità liquide)	- 11.796,55
Debiti finanziari netti	- 11.796,55
Totale fonti	9.062,92

La società ABC Costruzioni S.p.A, partecipata al 32,37% da Autocisa, svolge la propria attività di costruzione e manutenzione autostradale principalmente per conto dei soci SALT p.A. (impresa controllante), Autostrada dei Fiori S.p.A. ed Autocisa.

I ricavi dell'esercizio 2013, che ammontano a 74 milioni di euro, hanno registrato una riduzione di circa 4,5 milioni (6%) rispetto all'esercizio precedente. Anche i costi d'esercizio hanno subito una riduzione percentualmente comparabile. Di conseguenza, il margine operativo lordo (EBITDA) in valori assoluti si è mantenuto su valori costanti rispetto all'anno 2012.

Sh

4. Analisi del settore

I volumi di traffico registrati nell'esercizio 2013 mostrano un calo percentuale del 3,64% rispetto all'esercizio 2012. Tale tendenza negativa è stata capovolta nel 1° semestre 2014, quando i dati del traffico registrati hanno mostrato un andamento positivo, evidenziando un aumento del 3,92%. A livello nazionale, l'Associazione Italiana Società Concessionarie Autostrade e Trafori (AISCAT) ha pubblicato i dati di traffico consuntivati al mese di dicembre 2014, rilevando che il traffico ha registrato un incremento sia nel comparto dei veicoli leggeri (+3,8%) sia in quello dei mezzi pesanti (+3,7%). Inoltre, per quanto riguarda i dati annuali, si assiste, per la prima volta dal 2010, ad una chiusura di anno con dati totali in positivo in entrambi i comparti (rispettivamente +1% e +0,7%). Sembra, quindi, che si stia superando il periodo di recessione che ha avuto inizio nell'esercizio 2008 e che aveva già manifestato deboli segnali di ripresa negli ultimi mesi del 2013.

Si riporta di seguito una tabella tratta dal report "AISCAT Informazioni" edizione mensile di dicembre 2014 che evidenzia l'evoluzione del traffico nell'ultimo anno:

DATI MENSILI			DATI CUMULATI DA INIZIO ANNO				
Dicembre '14	'13	%	Società	km	2014	2013	%
3.454,1	3.313,7	4,2	AUTOSTRADE PER L'ITALIA	2.854,6	44.138,3	43.714,8	1,0
0,79	0,75	5,3	TRAFORO M.TE BIANCO	5,8	10,47	10,36	1,1
0,58	0,52	11,5	TRAFORO S.BERNARDO	12,8	8,47	8,16	3,8
8,6	8,4	2,4	R.A.V.	32,4	101,6	103,6	-1,9
25,3	26,1	-3,1	S.I.T.A.E.	82,5	297,1	299,8	-0,9
28,3	28,0	1,1	S.A.V.	59,5	329,8	342,2	-3,6
40,4	39,3	2,8	A.T.I.V.A.	74,8	473,0	475,4	-0,5
10,5	9,8	7,1	ASTI-CUNEO	55,7	129,4	125,4	3,2
173,9	172,4	0,9	S.A.T.A.P. A4	127,0	2.110,1	2.157,5	-2,2
147,8	138,9	6,4	S.A.T.A.P. A21	164,9	1.896,7	1.862,6	1,8
61,6	58,8	4,8	TORINO-SAVONA	130,9	874,6	857,4	2,0
110,6	106,2	4,1	MILANO SERRAVALLE - ML. TANG.LI	86,3	1.484,9	1.455,2	2,0
73,4	70,3	4,4	CENTRO PADANE	88,6	948,8	931,7	1,8
384,5	364,2	5,6	BRESCIA-PADOVA	203,5	4.972,3	4.879,5	1,9
75,3	79,4	-5,2	C.A.V. *	55,6	986,5	1.080,4	-8,7
336,1	325,3	3,3	BRENNERO	314,0	4.466,4	4.401,9	1,5
179,6	174,3	3,0	AUTOVIE VENETE	210,2	2.468,9	2.408,2	2,5
86,5	80,5	7,5	AUTOSTRADA DEI FIORI	113,3	1.218,0	1.189,2	2,4
47,0	45,8	2,6	AUT.LE DELLA CISA	101,0	779,1	765,0	1,8
125,7	119,5	5,2	S.A.L.T.	154,9	1.796,1	1.772,2	1,3
13,9	13,2	5,3	S.A.T.	40,0	259,7	254,8	1,9
162,4	163,5	-0,7	STRADA DEI PARCHI	281,4	2.058,4	2.066,9	-0,4
77,1	78,4	-1,7	TANG.LE DI NAPOLI	20,2	911,0	926,7	-1,7
125,7	120,1	4,7	AUT. MERIDIONALI	51,6	1.515,2	1.449,7	4,5
117,6	114,7	2,5	CONSORZIO AUT. SICILIANE	258,6	1.567,1	1.578,1	-0,7
5.867,3	5.652,1	3,8	TOTALE	5.580,1	75.802,0	75.116,8	0,9

5. Scelta del metodo di valutazione e sua applicazione

Poiché l'oggetto dell'incarico è costituito dall'“aggiornamento della valutazione delle azioni dell'Autocisa elaborata nel 2012”, verrà utilizzato lo stesso metodo di valutazione, ovvero il *Discounted Cash Flow* (DCF). Come “metodo di controllo”, per verificare la valutazione effettuata con il DCF, verrà invece utilizzato un metodo reddituale.

Il *Discounted Cash Flow* (DCF) rientra nella categoria dei metodi di valutazione cosiddetti “finanziari”. Essi sono numerosi ma accomunati dal medesimo criterio guida posto alla base del calcolo. Tali metodi, infatti, considerano l'azienda da valutare con un procedimento analogo a quello utilizzato per la valutazione di un investimento generico: tendono cioè a stimare il valore economico della stessa esaminando i flussi netti di cassa che si prevede la medesima potrà generare nel futuro.

Il metodo finanziario più diffuso è appunto il *Discounted Cash Flow*, il quale assimila il valore economico dell'azienda alla sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa attesi fino ad un certo anno di riferimento “n” e del valore residuo finale (Terminal Value), anch'esso attualizzato, della combinazione produttiva. Al risultato così determinato devono essere poi sottratte le passività nette. Come tasso di attualizzazione viene solitamente utilizzato il costo medio ponderato del capitale d'azienda (WACC).

Dopo aver descritto in linea generale il metodo di valutazione basato sui DCF, è necessario indicare come verrà applicato per determinare l'Equity Value di Autocisa. In particolare, si procederà secondo le seguenti fasi:

- a) valutazione dell'Enterprise Value di Autocisa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa del periodo 2014 - 2031;
- b) determinazione del valore della partecipazione in Cisa Engineering S.p.A. applicando il multiplo EV/EBITDA 2014 ottenuto dalla valutazione con DCF effettuata nella fase precedente;
- c) determinazione del valore della partecipazione in ABC Costruzioni S.p.A. (32,37%) con il metodo del patrimonio netto;
- d) valutazione delle partecipazioni minoritarie al costo di iscrizione nel bilancio al 31/12/2013 di Autocisa;

e) sottrazione al valore così ottenuto della Posizione Finanziaria Netta (PFN) di Autocisa, per ottenere l'Equity Value.

a) Valutazione dell'Enterprise Value di Autocisa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa del periodo 2014 - 2031.

La valutazione è basata sul PEF relativo al lotto 1 "Parma - Tre Casali Terre Verdiane", allegato alla Convenzione "Unica" del 3 marzo 2010.

A tale piano sono state apportate le seguenti modifiche:

- sono stati previsti volumi di traffico crescenti (il PEF considera un volume di traffico costante a partire dal 2014), in linea con il trend macroeconomico. I dati relativi all'incremento del traffico sono stati tratti da uno studio commissionato dal management della società, il quale tiene conto anche dell'entrata in esercizio della nuova tratta Parma - Tre Casali Terre Verdiane, prevista per il 2019;
- per l'inserimento dei dati pre-consuntivi 2014 si è tenuto conto della relazione semestrale al 30/06/2014;
- su indicazione del management è stato aggiornato il piano di investimenti per il periodo 2014 - 2020 che prevede una spesa per investimenti complessiva pari a circa 595 milioni di euro, di cui il 95% da realizzarsi nel periodo 2014 - 2018.

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale della valutazione, sono stati attualizzati i flussi di cassa dal 2014 fino al 2031, anno attualmente previsto per la scadenza della concessione.

Si riportano di seguito i flussi di cassa calcolati in base alle precedenti ipotesi:

	2014	2015	2016	2019	2020	2030	2031
EBIT	23.683	26.395	31.939	44.519	45.789	55.342	71.363
Imposte	7.389	8.235	9.965	13.890	14.286	17.267	22.265
NOPAT	16.294	18.160	21.974	30.629	31.503	38.075	
Delta Fondi	34.170	35.398	39.245	45.089	45.563	47.601	30.820
Delta CCN	- 8.511	- 9.489	- 14.714	- 458	-	-	14.029

Investimenti netti	-	28.785	-	87.247	-	147.449	-	17.500	-	9.037	-	-
Flusso di cassa operativo		13.168	-	43.178	-	100.944		57.760		68.029		44.849

I flussi di cassa così determinati sono stati poi attualizzati, considerando:

- Terminal Value = 0
- Tasso di attualizzazione = 6,31%

Il Terminal Value esprime il valore finale o residuo dell'azienda al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa. Tale componente, quindi, rappresenta il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e andrebbe anch'esso attualizzato alla data della valutazione. In questo caso, il Terminal Value è stato assunto pari a zero poiché la Convenzione non prevede un valore di subentro al termine della concessione.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione, esso è stato ottenuto con la metodologia del costo medio ponderato del capitale (WACC), che si calcola secondo la seguente formula:

$$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times (1 - t) \times D / (D + E)$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (*Equity*)

D = indebitamento (*Debt*)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Al fine dell'attualizzazione dei flussi di cassa di Autocisa, sono stati attribuiti i seguenti valore alle diverse componenti del WACC.

Costo del capitale proprio (K_e)

Il costo del capitale proprio risulta, a sua volta, dalla seguente formula:

$$K_e = r_f + B \times (r_m - r_f)$$

dove:



rf = tasso di rendimento "risk free" = tasso BTP a medio termine (3,75%)

rm = tasso di rendimento di mercato

$(rm - rf)$ = premio per il rischio = 4% (come da Deliberazione CIPE del 21/3/2013)

B = coefficiente beta di rischiosità sistemica, ottenuto considerando un panel di società comparabili ad Autocisa = 0,6

In base alle precedenti ipotesi $Ke = 6,15\%$

Incidenza dei mezzi propri sul totale delle fonti $E/(D+E)$ e incidenza dei mezzi di terzi $D/(D+E)$

Tali rapporti sono stati determinati in base alle risultanze del bilancio al 31/12/2013 di Autocisa e sono rispettivamente pari a 81% e 19%.

Costo dell'indebitamento (Kd)

E' stato ottenuto maggiorando di 2 punti percentuali il tasso di rendimento "risk free" (5,75%).

Aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

E' pari al 31,20%, ottenuto come somma dell'aliquota IRES (27,50%) e nella nuova aliquota IRAP (dal 2014, 3,70%).

Dati i valori sopra indicati, il WACC risulta pari a 5,73%.

Si avrà quindi:

WACC	5,73%
Valore attuale flussi di cassa	272.531
Terminal Value	0
ENTERPRISE VALUE	272.531

b) Determinazione del valore della partecipazione in Cisa Engineering S.p.A. applicando il multiplo EV/EBITDA 2014 ottenuto dalla valutazione con DCF effettuata nella fase precedente.

L'Equity Value di Cisa Engineering, integralmente detenuta dalla Autocisa, è stato ottenuto applicando il multiplo EV/EBITDA 2014 ottenuto dalla valutazione con il metodo

DCF (come meglio descritto in seguito) all'EBITDA della partecipata, quale emerge dal bilancio al 31/12/2013. Si è poi sottratto dal valore così ottenuto la PFN di Cisa Engineering S.p.A. come risultante dall'ultimo bilancio.

Multiplo implicito	4,60
EBITDA 2013 CISA Eng.	320
	1.760
PFN 2013 CISA Eng.	782
Valore della partecipazione	2.254

c) Determinazione del valore della partecipazione in ABC Consulting S.p.A. (32,37%) con il metodo del patrimonio netto.

% partecipazione	32,37%
PN al 31/12/2013	20.859
Valore della partecipazione	6.752

d) Valutazione delle partecipazioni minoritarie al costo di iscrizione nel bilancio al 31/12/2013 di Autocisa.

Società partecipata	Valore di iscrizione nel bilancio al 31/12/2013
Ce.p.i.m. S.p.A.	14
Sinelec S.p.A	376
Caf Ind.Emilia Centr. S.p.A.	0
Consorzio Aut. It. Energia	2
So.Ge.A.P. S.p.A.	84
Conf. Autostrade S.p.A.	416
Sistemi e Servizi S.c.a.r.l.	3
Totale	895

Il valore complessivo delle partecipazioni di Autocisa risulta, quindi, pari a 9.901 migliaia di euro.

e) Sottrazione al valore così ottenuto della Posizione Finanziaria Netta (PFN) di Autocisa per ottenere l'Equity Value.

In seguito alle operazioni di valutazione sopra svolte, l'Enterprise Value (EV) di Autocisa risulta pari a 272.531 migliaia di euro.

A questo punto, per ottenere l'Equity Value è necessario sottrarre all'EV la posizione finanziaria netta della società. Essa è data dalla somma dei debiti finanziari netti di Autocisa al 31/12/2013 (29.009 migliaia di euro) ed il valore attualizzato dell'Ex Fondo di Garanzia ANAS (39.953 migliaia di euro), come risultano dal bilancio al 31/12/2013.

Si avrà quindi:

ENTERPRISE VALUE	272.531
Altre partecipazioni	9.901
PFN	- 68.962
EQUITY VALUE	213.470
EQUITY VALUE MS	1.866
EV/EBITDA 2013	4,6
Valore per azione	2,2

6. Metodo di controllo e valutazioni conclusive

Al fine di verificare i valori ottenuti con il metodo del DCF, è stata effettuata una seconda valutazione utilizzando il metodo reddituale con formula della "rendita perpetua".

Tale metodo presuppone che l'Equity Value di un'azienda possa essere ottenuto attualizzando in un orizzonte di tempo illimitato una rendita media, secondo la seguente formula:

$$\text{Equity Value} = R / i$$

Nel nostro caso, si avrà:

i = WACC come determinato ai fini della valutazione DCF;

R = reddito medio del periodo 2009 - 2013, pari a 14.510 migliaia di euro.

Applicando il metodo reddituale, l'Equity Value di Autocisa risulta pari a 253.083 migliaia di euro e, pertanto, il valore della quota della Provincia a 2.212 migliaia di euro. Il valore di una singola azione sarà di Euro 2,6.

Concludendo, sulla base delle metodologie sopra descritte, il *range* entro il quale si colloca il valore della quota dello 0,874% della Provincia di Massa Carrara nella società Autocisa è compreso tra 1.866 e 2.212 migliaia di euro.

Di conseguenza, il valore per azione si colloca tra i 2,2 e i 2,6 Euro.

Carrara, 17 Febbraio 2015.



In fede,
Dott. Andrea Mosca



N° 194 Reg. Cron.

15

TRIBUNALE DI MASSA

* * *

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI TRADUZIONE

* * *

Addì 17/02/2015 nel Tribunale di Massa, davanti al sottoscritto Cancelliere, è comparso il Sig. Andrea Mosca, nato a Massa il 26/02/1964, residente a Massa via Ariosto 1 munito di documento di riconoscimento, C.I n° AM4946904 rilasciato da Comune di Massa il quale presenta l'avanti estesa traduzione da lui effettuata e chiede di asseverarla con giuramento.

Ricordata al traduttore l'importanza del compito che è stato chiamata ad adempiere, il medesimo giura ripetendo le parole:

"Giuro di avere bene e fedelmente adempiuto le funzioni affidatemi al solo scopo di far conoscere la verità".

Del che il presente verbale che previa lettura viene come appresso sottoscritto.

Il Traduttore Per

[Handwritten signature]

Il Cancelliere

IL FUNZIONARIO
M. R. Guido