Relazione di Stima sul Valore Economico del Ramo Noleggio della **GORENT S.P.A.**

Prof. Riccardo Passeri
Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese
Università degli Studi di Firenze
Dottore Commercialista - Revisore Legale dei Conti
riccardopasseri@commercialisti.fi.it

Indice

1. INTRODUZIONE E *DISCLAIMER* 3
2. OGGETTO DELL'INCARICO 5
3. I METODI DI VALUTAZIONE 6
4. LA VALUTAZIONE 10
5. CONCLUSIONI 14

1. Introduzione e *disclaimer*

Lo scrivente, *Professore Riccardo Passeri*, Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese della Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze, Dottore Commercialista (iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti al n. 1601) e Revisore Contabile (iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 43729, D.M. 12.04.95, G.U. 21.04.95, n. 31-bis), con domicilio, ai fini della presente relazione di stima in Firenze, via delle Mattonaia n. 17 è stato incaricato dalla **Gorent S.p.A.** (c.f. e p.iva 08605630014; di seguito anche solo "*Gorent*" o "*la Società*") di stimare il valore economico del ramo d'azienda della Gorent avente ad oggetto l'attività di noleggio e, più nello specifico, di aggiornare la precedente relazione di stima rilasciata il 27 febbraio 2024 (di seguito, anche solo "la stima iniziale" o "la valutazione iniziale").

Il menzionato elaborato peritale del 2024 aveva, altresì, ad oggetto la valutazione economica delle partecipate della Gorent: "la Gorent Hispania Sl" e la "Gorent France Sarl". Entrambe le partecipazioni, in questa occasione, sono escluse dal perimetro della valutazione, considerati gli sviluppi intercorsi nell'ambito della procedura di concordato preventivo.

La valutazione iniziale, così come il presente aggiornamento, aveva ed ha il fine di supportare la procedura di concordato preventivo in continuità aziendale con le opportune riflessioni in termini di valore economico del Ramo Noleggio, nonché fornire un punto di partenza per la concreta cessione del ramo. Infatti, la cessione in continuità d'esercizio del Ramo Noleggio resta la soluzione da preferire per garantire il miglior soddisfacimento dei creditori e tutelare i lavoratori dipendenti.

Il sottoscritto dichiara la propria adesione al "*Code of Ethical Principles for Professional Valuer*" dell'IVSC, a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) e attesta la propria indipendenza rispetto al mandato ricevuto, essendo guidato esclusivamente dal proprio giudizio informato, dal rispetto del mandato del committente, dalle norme amministrative e/o di legge e dal codice etico-professionale.

L'analisi che segue si basa su informazioni e dati forniti dalla Società o rilevati da banche dati e/o similari, utilizzando le metodologie esposte. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili o di *due diligence*[1] e lo scrivente non assume alcuna

[1] Tale attività esula dal ruolo del valutatore, come precisato dai PIV (pag.12): "*ai fini di una valutazione, la raccolta e l'apprezzamento delle informazioni costituiscono attività distinte – sia sotto il profilo concettuale, che operativo – dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni acquisite. Esulano, pertanto, dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni (quali la revisione contabile, la due diligence, le indagini patrimoniali, le certificazioni, ecc.)*".

responsabilità relativamente alla veridicità, completezza, attendibilità e rappresentatività delle informazioni utilizzate per la valutazione, avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite. Resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Lo scrivente non ha compiuto alcun esame di merito sui *budget* e sui piani prospettici forniti dalla Società e, più in generale le scelte metodologiche compiute tengono conto delle finalità dell'incarico ricevuto e comunque delle informazioni ottenute dalla Società.

La stima è espressa in euro ed è alla data del **1° luglio 2026**; infatti, sulla scorta di quanto si dirà a breve, il *business plan* predisposto dalla Società copre il periodo dal 1° luglio 2026 al 31 dicembre 2027.

Ai fini della presente valutazione, oltre alla documentazione già esaminata con la precedente relazione peritale, è stato considerato quanto segue:

- foglio di lavoro *excel* di dettaglio della posizione finanziaria del ramo noleggio;
- foglio di lavoro *excel* con la stima dei mezzi in proprietà ed in *leasing* ad aprile 2026 ed a dicembre 2027;
- piano prospettico per il periodo dal 1° luglio 2026 al 31 dicembre 2027.

2. Oggetto dell'incarico

La Società, nell'ambito della procedura di concordato preventivo a cui ha fatto accesso, ha continuato ad esercitare l'attività di noleggio a terzi di compattatori, spazzatrici, scarrabili e, più in generale, di tutti gli automezzi funzionali all'igiene urbana, a favore di Pubbliche Amministrazione, società ad esse collegate o privati. I volumi dell'attività si sono notevolmente ridimensionati rispetto al periodo *ante* concordato preventivo e soprattutto la Società sta operando con una flotta di mezzi più circoscritta, non avendo acquistato nuovi veicoli ma, al più, dismesso o non riscattato parte di quelli presenti alla data di apertura del concordato. Naturalmente, questo aspetto è cruciale e ha riflessi anche sui risultati reddituali realizzabili in quanto gli operatori del settore di riferimento preferiscono mezzi innovativi, sempre rinnovati. Infatti, siamo dinanzi ad un *business* che richiede importanti capitali necessari a realizzare gli opportuni investimenti: aspetto questo che mal si concilia con la procedura concordataria. Tra l'altro, le risorse finanziarie sono cruciali non solo per il continuo rinnovo della flotta ma anche per sopperire alle dilazioni di pagamento dei clienti pubblici o para pubblici. È verosimile che le tempistiche di incasso siano molto più lunghe rispetto a quelle a cui la Società deve sottostare con i propri fornitori: l'acquisto dei mezzi, anche quando avviene mediante contratti di *leasing*, impone dei pagamenti a scadenze precise e ravvicinate.

3. I metodi di valutazione

Il processo di valutazione di un'impresa non conduce – per la natura in costante divenire che caratterizza il "fenomeno azienda" – ad un risultato univoco, ma costituisce, piuttosto, il punto di arrivo del progressivo contemperamento di punti di forza e di debolezza del complesso aziendale medesimo, ciascuno dei quali è "ponderato" in base al buon senso e alla sensibilità del soggetto incaricato della valutazione.

In breve, le tecniche peritali maggiormente avvalorate sono brevemente esposte di seguito.

Il **metodo reddituale** fonda la sua valutazione sulla presumibile redditività futura della combinazione produttiva, quindi, si basa sul presupposto per cui "*l'azienda, nella sua intima essenza, si sostanzia in un complesso di beni coordinato e finalizzato dal soggetto economico al fine di garantire un risultato economico giudicato soddisfacente*"[2].

Il valore economico del complesso aziendale, con la metodologia in questione, viene allora determinato mediante l'attualizzazione del Risultato Operativo (o di una differente grandezza economica) per un tasso di interesse opportunamente individuato e, dal momento che un risultato teoricamente più prossimo alla realtà si ottiene attraverso la proiezione su un arco temporale ampio, la formula che si utilizza nella prassi è quella della cosiddetta "rendita perpetua", nella forma:

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

Dove ***W*** simboleggia il valore economico del complesso aziendale e ***R/i*** indica l'attualizzazione dei Risultati reddituali per un dato tasso di interesse "***i***".

Nel caso in cui, invece, sia possibile stimare i flussi reddituali conseguibili nel futuro arco temporale di riferimento, la valutazione del capitale economico si ottiene mediante l'applicazione della seguente formula:

$$W = \sum_{1}^{n} R_i * v^i$$

Dove R_i è il reddito dell'i-esimo anno e v^i il tasso di attualizzazione riferibile all'i-esimo anno.

[2] Cfr. F. Poddighe, "*Manuale di tecnica professionale*" (CEDAM, IV edizione).

Il **metodo finanziario** attribuisce un valore complessivo all'azienda attualizzando i flussi di cassa prospettici, mediante l'applicazione di un tasso di interesse congruo.

In via generale, il metodo finanziario può essere simbolicamente espresso mediante la seguente formula:

$$W = F_1((1+i)^{-1} + F_2(1+i)^{-2} + \cdots + F_n(1+i)^{-n}$$

Dove W rappresenta il valore stimato dell'azienda; $F_1, F_2, \ldots, F_n$, sono i flussi finanziari attesi dai dividendi degli esercizi relativi all'anno $1, 2, \ldots, n$.

Nell'ottica dei metodi reddituali e finanziari con previsione analitica dei flussi, il valore economico dell'azienda si ottiene tipicamente attraverso la somma di due elementi: il valore attuale dei flussi espliciti di piano e il valore finale attualizzato alla data di valutazione (cosiddetto *Terminal Value*). Quest'ultimo si basa tipicamente su un approccio di tipo sintetico ed è determinato partendo da un flusso di risultato proiettabile a regime oppure in funzione dell'ipotizzabile prezzo di disinvestimento finale o del valore di liquidazione del complesso aziendale oggetto di stima.

Il **metodo patrimoniale** "*tende a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale perfettamente identica (in tutte le sue caratteristiche) a quella cui si riferisce la valutazione*"[3]; talché, il valore attribuibile al complesso aziendale corrisponde all'ammontare del Patrimonio Netto determinato assumendo non già il costo storico al netto dei relativi fondi ammortamento quanto, più propriamente, il valore corrente dei componenti di bilancio, esprimendo "*gli elementi attivi secondo valori stimati di acquisto o di riproduzione e quelli passivi ipotizzandone la rinegoziazione*".

Nella pratica, si distinguono due differenti tipologie di criteri valutativi, compresi nel più generico metodo patrimoniale, che differiscono soltanto dalla valorizzazione degli *assets* intangibili. Trattasi, segnatamente *(i)* del ***metodo patrimoniale semplice*** o "puro", il quale non tiene conto degli elementi patrimoniali immateriali non contabilizzati e *(ii)* del ***metodo patrimoniale complesso***, mediante il quale si cerca di attribuire un valore anche alle grandezze immateriali non contabilizzate.

I **metodi "misti"** mirano a determinare il valore del complesso aziendale mediante la combinazione dei metodi precedenti. Il principale metodo misto individuato dalla dottrina prevede la stima autonoma dell'avviamento e, tale metodo, intende individuare un

[3] cfr. A. Damodaran, "*Valutazione delle aziende*" (Apogeo, Milano, 2008).

valore economico dell'azienda sommando algebricamente "*la quotazione attribuita alla struttura patrimoniale e la misura dell'avviamento*"[4]. Il risultato si ottiene dalla formula:

$$\boldsymbol{W = K' + (R - iK')a_n}$$

I componenti di tale formula rappresentano *(i)* il valore del patrimonio netto rettificato, cioè rideterminato assumendo gli elementi attivi e passivi rispettivamente al costo di sostituzione e di rinegoziazione (***K'***), *(ii)* il reddito annuo atteso, individuato mediante la normalizzazione del risultato d'esercizio (***R***), *(iii)* il reddito "equo", ottenuto mediante l'applicazione di un certo fattore di capitalizzazione al valore del patrimonio netto complessivo (***iK'***). In sostanza, la differenza fra queste due ultime grandezze corrisponde all'avviamento del complesso produttivo e potrà assumere segno positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*). Infine, abbiamo il fattore di attualizzazione della proiezione esplicita su "***n***" periodi di tempo ($\boldsymbol{a_n}$).

I **metodi basati su criteri comparativi di mercato** deducono il valore del complesso produttivo direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi registrati nelle negoziazioni di borsa o di quote di controllo del capitale d'azienda, con tecniche più o meno elaborate.

Fra i più significativi criteri di valutazione "empirici", si richiama l'attenzione al **metodo dei multipli** che intende attribuire un valore al complesso aziendale "*assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato (multipli di mercato) o da operazioni di compra/vendita (transazioni comparabili) aventi ad oggetto società con caratteristiche analoghe a quelle oggetto della valutazione*"[5].

***

Per quanto attiene alla stima del *tasso di attualizzazione*, indispensabile per diverse metodologie presentare, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare *flussi netti* essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio; di converso, ove si debbano attualizzare *flussi operativi*, essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale.

Quest'ultimo può essere determinato attraverso il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che da un punto di vista algebrico può essere presentato nel seguente modo:

$$WACC = W_e * K_e + W_d * K_d * (1 - t)$$

dove,
W_e è il peso attribuito al capitale proprio,
W_d il peso attribuito al capitale di debito,

[4] Cfr. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, "*Il valore dell'impresa*" (Il Sole 24 ore, Milano, 2002).
[5] Cfr. http://www.dea.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid702076.pdf.

K_e il costo del capitale proprio,
K_d il tasso di interesse medio sul capitale di debito,
e t l'aliquota fiscale teorica della società.

Il *costo del capitale proprio*, definibile come rendimento atteso del capitale di rischio investito nell'impresa, è solitamente calcolato mediante il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - R_f -):

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Il *costo del capitale di debito,* invece, è dato dal tasso medio delle fonti di capitale di terzi, al netto del vantaggio fiscale.

I tassi definiti, che si qualificano come il costo opportunità delle diverse componenti di capitale, vanno ponderati in relazione alla struttura finanziaria, quindi mediante l'applicazione dei pesi W_e e W_d ottenibili dalla composizione finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione o mediante l'utilizzo di una struttura finanziaria prospettica o *standard*.

4. La valutazione

Nella valutazione di specie è preferibile utilizzare le medesime metodologie adoperate nella perizia del 2024, anche al fine di ottenere un più omogeneo e coerente confronto tra i risultati. Ad ogni modo, le tecniche basate sui flussi reddituali o finanziari rappresentato la soluzione migliore ogni qualvolta si vuole valorizzare le capacità prospettiche di una determinata realtà. Diversamente, una stima attraverso i metodi patrimoniali risulterebbe eccessivamente influenzata dai risultati storici ed, inoltre, nel caso di specie la concreta applicazione risulterebbe difficile proprio a causa della procedura concorsuale in essere.

Tuttavia, rispetto all'iniziale stima compiuta, anche in forza della documentazione a disposizione, i flussi presi a riferimento saranno quelli reddituali e non più quelli finanziari.

La presente relazione si discosta, inoltre, dal precedente elaborato in quanto non verrà applicato il metodo dei multipli di mercato giacché il multiplo rischia di non essere più rappresentativo per la realtà di specie e per i suoi attuali volumi. In altri termini, la concreta applicazione porta a risultati non significativi e irrilevanti.

Pertanto, la valutazione di specie è avvenuta sulla base del metodo reddituale, alle condizioni meglio rappresentate nel prosieguo.

La formula del valore per la stima del Ramo Noleggio della Gorent può essere espressa nei seguenti termini:

$$EV = \sum_{t=1}^{n} F * (1 + WACC)^{-i} + TV * (1 + WACC)^{-y}$$

Per cui, l'*enterprise value* (*EV*) è il frutto dell'attualizzazione al WACC dei flussi reddituali (F) degli "n" periodi, a cui si aggiunge il valore attuale del *terminal value* (TV). Dall'*enterprise value* è, poi, possibile passare al valore economico (W) considerando la posizione finanziaria netta (PFN) e l'eventuale capitale extra operativo investito netto (CEIN) che, lo si anticipa, non è presente nel caso di specie.

$$W = EV - PFN + CEIN$$

***Flussi* (F)**

I flussi reddituali utilizzati derivano dal *business plan* per il periodo dal 1° luglio 2026 al 31 dicembre 2027 fornito dalla Società.

Il piano, secondo quanto mi è stato rappresentato, è stato redatto assumendo il mantenimento dei contratti in essere e gli eventuali rinnovi ad oggi prospettabili. Dunque, una logica conservativa, sorretta anche e soprattutto dal limitato orizzonte temporale.

Più nello specifico, il margine reddituale rilevante è l'*Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) rettificato al fine di considerare la tassazione ipotetica, qualora l'EBIT sia positivo. Pertanto, dall'EBIT è stato scomputato il 20% a titolo di imposte per giungere al cosiddetto *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT).

La valutazione con il metodo reddituale avviene nell'ottica *unlevered* e, quindi, il flusso reddituale è sia al servizio del capitale di credito che del capitale di rischio. Pertanto, il tasso di attualizzazione coerente è il costo medio del capitale WACC.

Orizzonte temporale

Come anticipato, l'orizzonte temporale è di 18 mesi e risponde all'esigenza di fornire maggiore certezza alla stima, valorizzando solo i flussi reddituali di più verosimile realizzazione.

Al periodo di previsione analitica è opportuno aggiungere un *terminal value* che in coerenza con il precedente elaborato può essere individuato nel valore di mercato attribuibile alla flotta attiva di mezzi di cui la Società dispone: 210 articoli, tra proprietà e *leasing*. A tal fine, lo scrivente ha considerato le stime dell'Ingegner Carlo Pozzo che nel prospetto *excel* ricevuto stima il valore dei mezzi a due date e secondo due scenari: al 30 aprile 2026 ed al 31 dicembre 2027, nell'ipotesi di mantenimento della continuità aziendale e nell'ottica della potenziale dismissione. A fronte di queste diverse configurazioni di valore e date, ritengo che il valore più coerente con il caso di specie sia il valore commerciale in continuità d'uso al 31 dicembre 2027, quantificato in 6.601.800 euro.

Il tasso di attualizzazione

Per addivenire alla stima del WACC è necessario quantificare sia il costo del capitale di rischio che il costo del capitale di credito.

Il peso assunto dalle due voci di costo del capitale è stato determinato partendo dai dati storici della Gorent nel periodo ante crisi: il capitale di credito assume un peso dell'85% (W_d) e l'*equity* del 15% (W_e).

Per quanto riguarda il costo del *capitale di rischio*, determinato mediante il CAPM, sono state compiute le seguenti considerazioni:

- il *tasso risk free rate* è stato assunto nella misura dell'3,77% sulla base dell'andamento dei BTP italiani a 10 anni di ultima emissione (collocamento del 28 maggio 2026);
- il premio per il rischio $(R_m - R_f)$ è stimato, sulla base degli studi del prof. Damodaran e del prof. Fernandez, nella misura di 6,78 punti percentuali: valore ottenuto dalla media tra il 7,55% calcolato dal Prof. Damodaran e il 6,00% del Prof. Fernandez;
- al fine di determinare il coefficiente β è stata presa in considerazione la media dei β *unlevered* stimati dal prof. Damodaran per i settori "Auto-Truck" ed "Environmental & Waste Services", pari a 0,83. Il β in questione è stato "rileverato" mediante il rapporto di leverage storico (D/E) (circa 5 punti) e in funzione della tassazione ipotetica gravante sulla stessa (20%); in questo modo si è giunti ad un β *levered* contestualizzato pari a 4,16.

Da ciò si ottiene un K_e di 31,97%

Il costo del capitale di credito, altro parametro da determinare per poter calcolare il WACC, è stato stimato nel 4,19%, sulla base delle analisi prof. Damodaran per i menzionati settori[6].

Tabella 1 - Determinazione WACC Ramo noleggio

WD *(PF/PF+PN)*	85%
WE *(PN/PF+PN)*	15%
Tassazione	20,00%
PF/PN	5,00
r – Risk free	3,77%
$(R_m - R_f)$ – Premio per il rischio	6,78%
β unlev.	0,83
β lev.	4,16
Ke	**31,97%**
Kd NETTO	**4,19%**
Wacc	**8,36%**

L'enterprise value ed il valore economico

L'applicazione del metodo reddituale sulla scorta delle assunzioni ora esposte permette di pervenire ad un *Enterprise Value* di euro 5.704.634, come risulta dall'esemplificazione numerica sotto riportata.

Metodo Reddituale	**II Sem. 2026**	**2027**	**TV**

[6] Dato, tra l'altro, in linea con il rapporto oneri finanziari su debito finanziario della Società nel periodo ante concordato.

EBIT	-308.597	208.556	
Imposte	0	41.711	
Nopat	**-308.597**	**166.845**	**6.601.800**
Periodo attualizzazione	0,00	0,50	1,50
Tasso attualizzazione	8,35%		
Valore attuale	**-308.597**	**160.282**	**5.852.950**
***EV* Valore attuale periodo analitico e TV**			**5.704.634**

Il passaggio dall'*Enterprise Value* al valore economico avviene considerando la posizione finanziaria netta che nel caso di specie annovera due tipologie di debiti finanziari relativi ai contratti di *leasing* inclusi nel ramo d'azienda in esame:

- il debito per le rate scadute e non pagate;
- il debito per le rate a scadere dal 1° luglio 2026.

Complessivamente la posizione finanziaria netta ammonta ad euro 2.722.425.

Pertanto, il valore economico del Ramo noleggio della Gorent S.p.a. è stimabile in euro **2.982.454.**

$$W = EV - PFN = \mathbf{5.704.634} - \mathbf{2.722.425} = \mathbf{2.982.209}$$

5. Conclusioni

In conclusione, data la finalità del presente incarico, la documentazione ricevuta, le informazioni raccolte e funzionali al procedimento estimativo, le analisi presentate nei precedenti paragrafi, la prospettiva estimativa adottata, le scelte assunte, nonché le premesse ed i limiti evidenziati, il sottoscritto stima il valore economico del Ramo Noleggio di Gorent S.p.a. in euro **2.980.000.**

Queste sono le conclusioni alle quali sono pervenuto in un'ottica di oggettività di giudizio sulla base della documentazione esaminata e delle argomentazioni svolte e compiutamente esposte.

Confidando di aver assolto all'incarico affidatomi e restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazio per la fiducia accordata.

Con osservanza.

Firenze, 26 giugno 2026.

Il perito



La presente relazione si compone di n ° 14 pagine.