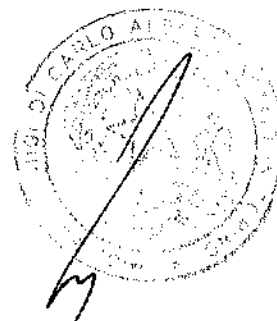


**PARERE VALUTATIVO  
DEL VALORE COMMERCIALE DELL'AZIENDA E  
DELL'IMMOBILE DI S.A.A.P.A. S.p.A. IN LIQUIDAZIONE**

Alain DEVALLE

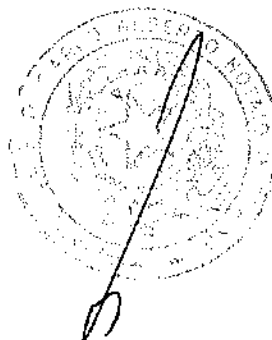
*Professore Ordinario in Economia Aziendale – Università degli Studi di Torino  
Dottore Commercialista e Revisore Legale – ODCEC Torino*



A handwritten signature in cursive script, located at the bottom right of the page.

## Indice-sommario

1. PREMESSA E OGGETTO DELLA PRESENTE RELAZIONE. ....	3
2. DICHIARAZIONE DI INDIPENDENZA E REQUISITI PROFESSIONALI.....	5
3. LIMITI DEL LAVORO. ....	6
4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	7
5. LA SITUAZIONE DI PARTENZA.....	8
5.1 IL QUADRO NORMATIVO.....	8
5.2 L'AZIONARIATO E LA GOVERNANCE. ....	11
5.3 IL SETTORE/MERCATO DI RIFERIMENTO: ANALISI DEI RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI E PATRIMONIALI.....	12
5.4. I RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI E PATRIMONIALI DI S.A.A.P.A S.P.A. ....	17
5.5 LA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E PATRIMONIALE DI S.A.A.P.A. S.P.A. AL 31.12.2021 .....	20
5.6 LA SITUAZIONE ECONOMICA DI S.A.A.P.A. S.P.A. AL 30.06.2022. ....	21
5.7 IL PIANO ECONOMICO 2022-2023 DI S.A.A.P.A. S.P.A.....	22
6. LA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE UTILIZZATA. ....	28
6.1 PREMESSA.....	28
6.2 FONTE DELLE INFORMAZIONI. ....	30
6.3 DATA DI RIFERIMENTO.....	30
6.4 PROSPETTIVA DELLA VALUTAZIONE.....	30
6.5 DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE.....	31
7. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE COMMERCIALE DI S.A.A.P.A. S.P.A. ....	33
7.1 METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE.....	33
7.2 METODO REDDITUALE.....	38
7.3 SENSITIVITY ANALYSIS.....	41
8. CONCLUSIONI. ....	42



## 1. Premessa e oggetto della presente relazione.

Il sottoscritto Alain Devalle, Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Torino e iscritto al n. 3469 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Torino - *Associate Partner* dello Studio RLVT in Torino, nonché nel registro dei Revisori Contabili al n. 144420 è stato incaricato dal liquidatore dott. Alessandro Rossi in data 21 marzo 2022, di redigere una "*valutazione commerciale della Società Assistenza Acuzie e Post-Acuzie - S.A.A.P.A. S.p.A. in liquidazione* (di seguito anche "Società" o anche "S.A.A.P.A." o anche "SAAPA") *comprensivo dell'immobile in cui si svolge l'attività*". L'attività è stata svolta con Fabio Rizzato, Professore Associato in Economia Aziendale nell'Università degli di Torino e iscritto al n. 4468 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Torino nonché nel registro dei Revisori Contabili al n. 147572.

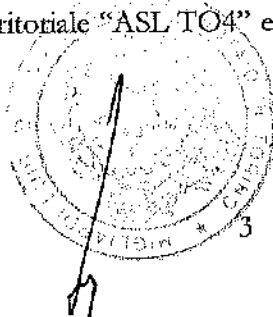
Tenuto conto della specificità dell'immobile in cui l'azienda svolge la propria attività e per il quale non esistono valori di mercato comparabili (es. valori derivanti dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare), per la valutazione dello stesso il sottoscritto ha affidato l'incarico al Geom. Bruno Laganà, iscritto all'albo dei geometri di Torino al n. 6877.

La valutazione commerciale della Società e dell'immobile in cui si svolge l'attività si rende necessaria, secondo quanto è stato riferito dal dott. Rossi poiché, essendo la società in liquidazione, occorrerà procedere alla cessione attraverso vendita ad un potenziale acquirente. Alla data di predisposizione del parere valutativo, l'azienda ha ricevuto 18 manifestazioni di interesse, di cui 15 idonee.

La Società oggetto di valutazione gestisce l'Ospedale Civico Città di Settimo Torinese, cui la Regione Piemonte ha affidato, con una gestione mista pubblico privata, l'attuazione di un programma di Sperimentazione Gestionale per lo svolgimento dell'attività sanitaria di continuità di cura post-ospedaliera (cosiddetta attività di "post-acuzie") attraverso i Servizi di Riabilitazione, Lungodegenza, attività socio-sanitaria nell'ambito del modello di "Continuità Assistenziale", mediante l'attivazione di posti letto di Cava (Continuità Assistenziale a Valenza Sanitaria).

La Società a seguito del termine della sperimentazione ha ottenuto l'Accreditamento Regionale ed è stata posta in liquidazione.

La S.A.A.P.A. S.p.A. è formata da Soci pubblici in larga maggioranza, ovvero le due Aziende Sanitarie di riferimento territoriale "ASL TO4" e "ASL Città di Torino", la Città di Settimo



Torinese, da un socio appartenente al privato "sociale", la Cooperativa Pier Giorgio Frassati onlus e da una società privata a capitale pubblico, Patrimonio S.r.l.

Ciò premesso, l'obiettivo è pertanto identificare un valore commerciale della S.A.A.P.A. S.p.A., tenuto conto del valore dell'immobile e dell'attuale operatività della Società.

L'obiettivo della presente relazione è pertanto determinare il valore commerciale di SAAPA inteso come la capacità dell'impresa di generare un sovrappiù o sotto reddito rispetto ad un rendimento medio atteso, tenuto conto dell'immobile in cui viene svolta l'attività.

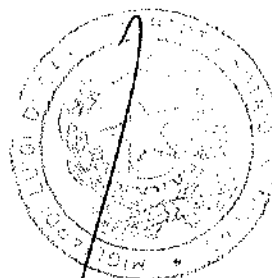
Il parere valutativo che seguirà non considera, né tantomeno mette in discussione, l'elevato interesse pubblico e il beneficio alla Comunità della struttura in oggetto, ma vuole rispondere esclusivamente all'incarico ricevuto in termini di valutazione commerciale dell'attività, tenuto conto del valore dell'immobile.

Il presente parere valutativo è ad esclusivo utilizzo dei Liquidatori, degli Organi di controllo e dei Soci della Società. Ogni altro utilizzo deve essere preventivamente autorizzato dallo Scrivente.

## 2. Dichiarazione di indipendenza e requisiti professionali.

Il sottoscritto dichiara di:

1. essere Revisore Legale e Dottore Commercialista iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino;
2. essere Professore Ordinario in Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Torino e docente di M&A e Analisi finanziaria;
3. aver seguito un corso di perfezionamento in tema di valutazioni presso la Northwestern University – Kellogg School of Management (Chicago, USA) ad oggetto *Corporate Finance: investment strategies for creating shareholder value*;
4. essere Docente in seminari di formazione professionale per società quotate e non e per professionisti in tema di analisi finanziarie, valutazioni d'azienda e bilancio;
5. essere stato nominato più volte Consulente di Parte (anche in procedure fallimentari) su tematiche di bilancio e di valutazione di strumenti finanziari, perito per valutazione d'azienda nell'ambito di operazioni straordinarie (conferimenti, fusioni, ecc.) per società finanziarie e non finanziarie (quotate e non), nonché esperto per pareri in tema di applicazione di principi contabili OIC e IAS/IFRS. Nell'ambito dei Piani di risanamento, sono stato, più volte, nominato attestatore di Piano ex art 67 lett. a) della legge fallimentare. Inoltre, ho svolto incarichi, nell'ambito di operazioni di ristrutturazione, di redazione di *fairness opinion* del *fair value* degli strumenti finanziari anche partecipativi;
6. non essere legato alla Società ed alle sue controllanti o alle società sottoposte a comune controllo o a coloro che hanno interesse all'operazione da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio;
7. non aver prestato, negli ultimi cinque anni, attività di lavoro subordinato o autonomo a favore della Società e di non aver partecipato agli organi di amministrazione e controllo della stessa.



*Aut*

### 3. Limiti del lavoro.

Nel corso dell'analisi e nella preparazione dei commenti e delle conclusioni, la Scrivente ha assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e ragionevolezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che sono state fornite dal liquidatore e dal *management* della Società. Inoltre, si è fatto affidamento su informazioni pubbliche comunicate ai diversi *stakeholders* oltre alle informazioni interne fornite direttamente dalla Società.

La documentazione ricevuta è stata esaminata dalla Scrivente e sono stati effettuati incontri con i responsabili delle varie funzioni.

Si è inoltre tenuto conto dei giudizi formulati in passato dagli organi di controllo per quanto attiene all'adeguatezza del sistema amministrativo-contabile ed alla sua affidabilità nel rappresentare correttamente i fatti di gestione, nonché all'adeguatezza della struttura organizzativa della Società ed al rispetto dei principi di corretta amministrazione.

Si ritiene che le valutazioni riportate nel seguito siano accurate e complete nei limiti dell'incarico conferito.

Le valutazioni fornite si basano su modelli e su principi finanziari che ritengo conformi alle metodologie generalmente riconosciute nella prassi e nella dottrina e dai principi italiani di valutazione (PIV). Valutazioni basate su altri tipi di modelli o assunzioni potrebbero portare a risultati differenti.

I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori e incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro-economiche e a fenomeni esogeni alla società, che non necessariamente si potrebbero verificare.

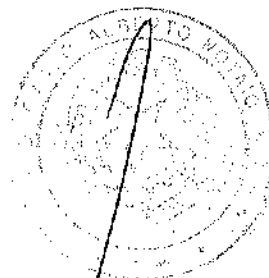
I dati previsionali, alla base delle valutazioni effettuate, non sono stati sottoposti ad un *audit*, ma ne è stata analizzata la coerenza rispetto ai risultati storici e al posizionamento di mercato: la responsabilità dei dati forniti alla base delle valutazioni presenti è della Società.

#### 4. Documentazione utilizzata.

Al fine della redazione della presente relazione, sono stati utilizzati, tra gli altri, i seguenti documenti:

- Dati prospettici 2022 – 2023 di S.A.A.P.A. S.p.A. forniti dalla dott.ssa Ghiberti;
- Situazione economica alla data del 30.06.2022 e proiezioni al 31.12.2022;
- Dati di bilancio in bozza al 31.12.2021;
- Bilancio e documentazioni annesse dal 31.12.2020;
- Dati di bilancio estratti dalla banca dati Aida per periodo 2017-2019;
- Visura camerale;
- Relazione Conclusiva sul progetto di sperimentazione gestionale Legge 502/92 e della Legge Regione Piemonte n. 12/2008, del dott. Alessandro Rossi;
- Perizia estimativa del valore di mercato dell'immobile sito in Settimo Torinese predisposta a cura del Geom. Bruno Antonio Laganà (allegato 1).

Oltre ai documenti sopra riportati, il presente parere valutativo si è basato su studi e analisi derivanti da banche dati e da altre fonti pubblicamente disponibili.



## 5. La situazione di partenza.

La S.A.A.P.A. S.p.A., società di gestione dell'“Ospedale Civico di Settimo” ha sede legale a Settimo Torinese (TO), in via S. Cristina 3 ed ha per oggetto sociale lo “*svolgimento di compiti diretti alla tutela della salute in conformità alle autorizzazioni o accreditamenti pubblici previsti dall'ordinamento; in particolare ha per oggetto al progettazione, costruzione e la gestione sperimentale di strutture ed attività sanitarie affidate dalla Regione Piemonte o da quei soci che siano enti pubblici del servizio sanitario. La società non può affidare prestazioni direttamente connesse all'assistenza alla persona a terzi estranei alla convenzione che accompagna l'autorizzazione sanitaria. La società di avvale, nei limiti ed alle condizioni di legge, delle prestazioni fornite dai soci, siano essi enti pubblici o società di diritto privato*” (fonte: Statuto/atto costitutivo).

Di seguito, si analizzano:

- il quadro normativo;
- l'azionariato e la governance;
- il settore/mercato di riferimento;
- i risultati economico-finanziari e patrimoniali;
- la situazione economico-finanziaria e patrimoniale al 31.12.2021;
- la situazione al 30.06.2022;
- il piano economico 2022 – 2023.

### 5.1 Il quadro normativo

La S.A.A.P.A. S.p.A. trova la sua origine in un susseguirsi di norme giuridiche, aspetti organizzativi e di programmazione così sintetizzabili<sup>1</sup>:

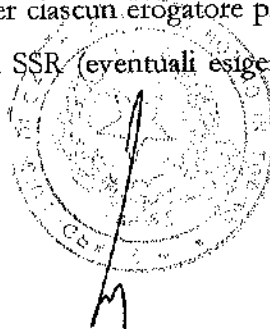
- l'articolo 9-bis del D. Lgs. n.502/1992 e successive modificazioni e integrazioni, disciplina la partecipazione al Servizio Sanitario Nazionale delle Spetimentazioni gestionali;
- con D.G.R. n.20-10663, del 2 febbraio 2009, la Regione Piemonte autorizzava le Aziende sanitarie locali TO4 e TO2 (ora ASL Città di Torino) alla realizzazione del progetto di sperimentazione gestionale presentato per la gestione sia a fini sanitari che socio-sanitari della struttura sita in Settimo Torinese, Via Santa Cristina 3, attraverso la S.A.A.P.A. S.p.A., società mista a prevalente capitale pubblico;

---

<sup>1</sup> Fonte: Relazione sulla gestione al bilancio 2020.



- con deliberazione n. 1-600 del 19 novembre 2014, successivamente integrata con deliberazione n. 1-924 del 23 gennaio 2015, la Giunta regionale approvava il programma di revisione della rete ospedaliera regionale piemontese, il quale, sulla base degli standard di cui alla legge 135/2012 e del Patto per la Salute 2014/2016, definiva il fabbisogno complessivo di prestazioni sanitarie a livello aziendale, nonché, a livello regionale, il fabbisogno di posti letto di acuzie e di post-acuzie da assegnare agli erogatori privati ad integrazione della capacità produttiva pubblica;
- con richiamo alle precedenti DGR n. 23-264 del 28.8.2014, n. 58 - 869 del 29.12.2014, n. 67-1716 del 6 luglio 2015, successivamente modificata ed integrata dalle Deliberazioni di Giunta regionale n. 72 - 1997 del 31.7.2015, n. 13-2022 del 5 agosto 2015, n.77-2775 del 29 dicembre 2015, n. 30-3016 del 7 marzo 2016 e n. 12-3730 del 27 luglio 2016, la Giunta Regionale, con Deliberazione del 14 novembre 2016, n. 27-4198 recante ad oggetto “Approvazione della proroga in sanatoria dei termini previsti dalla DGR n. 12-3730 del 27 luglio 2016 per l'avvio del complessivo assetto dei posti letto contrattati di cui alla DGR n. 67-1716 del 6 luglio 2015 e successive modificazioni e integrazioni” prorogava la sperimentazione gestionale in corso sino alla data del 31/12/2016 in attesa di completamento delle procedure di accreditamento ed autorizzazione;
- la Deliberazione della Giunta Regionale 3 agosto 2017, n. 73-5504 reca ad oggetto “Approvazione delle nuove regole di finanziamento per l'acquisto di prestazioni sanitarie di ricovero e di specialistica ambulatoriale da erogatori privati accreditati per le annualità 2017-2018-2019, dello schema di contratto e dei tetti di spesa della Regione Piemonte e delle Aziende sanitarie regionali per l'annualità 2017”:
  - al punto 6 del dispositivo si dispone: “di demandare alle Aziende Sanitarie Locali competenti per territorio la funzione di negoziazione e acquisto di prestazioni sanitarie dalle singole Strutture private accreditate con il SSR ubicate sul proprio territorio sulla base dello schema di contratto e nell'ambito dei valori di riferimento e dei criteri e linee di indirizzo definiti a livello regionale nonché nei tempi e nei limiti dei tetti di spesa assegnati a ciascuna Azienda di residenza e dei posti letto accreditati e contrattati ex DGR 27 luglio 2016 n. 12-3730 per ciascun erogatore privato accreditato che eroga prestazioni a carico del SSR (eventuali esigenze di variazione



*[Handwritten signature]*

all'assetto di posti letto accreditati e contrattati potranno essere valutati a livello regionale)";

- il punto 15 del dispositivo demanda: "alle AASSLL TO2 e TO4 socie della Società S.A.A.P.A. S.p.A., ogni adempimento connesso alla revisione del programma di sperimentazione gestionale relativo alla gestione dell'ospedale di Settimo T.se in coerenza ai posti letto accreditati e contrattati, prorogando il programma, ai sensi dell'art. 23 comma 6 L.R. 12/2008 e s.m.i., per il tempo necessario all'adeguamento degli atti societari, e comunque non oltre il 31.12.2017";
- in precedenza, solo per l'attività di Dimissioni Protette era stata richiesta l'autorizzazione e l'accreditamento della struttura, mentre le altre specializzazioni (Riabilitazione e Recupero Funzionale e Lungo Degenza), attive presso la struttura dell'Ospedale civico di Settimo Torinese e gestite nell'ambito della sperimentazione gestionale erano classificate, a seguito di determinazione dirigenziale n. 518 del 29/7/2010, con specifico codice di "struttura a gestione diretta" HSP 11 010023 bis 04 e pertanto considerati parte integrante, seppure distinta dai presidi ASL, della rete ospedaliera pubblica e in ogni caso non assimilabile alle case di cura private e ai presidi equiparati al pubblico ex art. 43 della Legge 833/1978;
- nell'esercizio 2017 si sono ultimate le procedure per l'autorizzazione e l'accreditamento dei reparti di RRF e Lungo Degenza nel passato classificati dalla Regione Piemonte come "struttura a gestione diretta"; nell'anno 2017 si sono conclusi i lavori di adeguamento strutturale e fornite le risposte alle osservazioni formulate dalla Commissione incaricata all'istruttoria per l'autorizzazione facente capo all'ASL CN1 e che, a cura della Direzione di S.A.A.P.A. è stata fornita, in via definitiva, tutta la documentazione richiesta dall'ARPA Piemonte per l'ultimazione dell'iter istruttorio per l'accreditamento che, con D.D. A1414C del 29/01/2021, veniva riconosciuto autorizzato ad ospitare 235 posti letto riferiti alla fascia A, ai sensi della DCR 616-3149 del 22 febbraio 2000.

La Società S.A.A.P.A., in ottemperanza a quanto previsto dalla deliberazione della Regione Piemonte n. 1- 600 del 19 novembre 2014, successivamente integrata con deliberazione n. 1- 924 del 23 gennaio 2015, relative all'approvazione del programma di revisione della rete ospedaliera regionale piemontese ha richiesto e ottenuto l'autorizzazione e l'accreditamento per 235 posti letto così suddivisi:

- 94 posti letto di “CAVS”;
- 82 posti letto di lungodegenza;
- 59 posti letto di Medicina Fisica e Riabilitativa.

La richiesta avvenuta dalla Regione Piemonte, attraverso le Aziende sanitarie socie, di accogliere pazienti Covid-19, allo scoppio della pandemia ovvero a partire dal mese di marzo ha implicato alla struttura un significativo mutamento organizzativo, in quanto una significativa parte dei posti letto sono stati dedicati a pazienti Covid, anche se non si è raggiunta la saturazione degli stessi in modo continuativo.

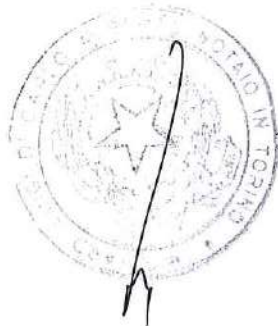
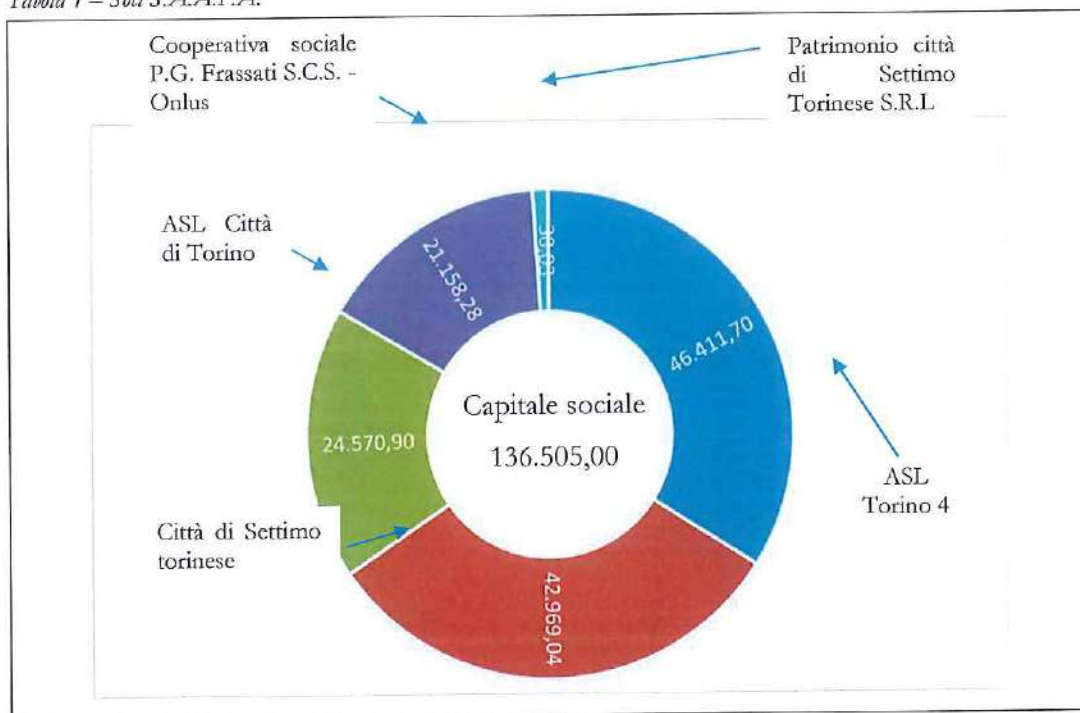
L'ingresso dei pazienti è sempre stato regolato da accordi tra S.A.A.P.A. S.p.A. e AASSLL.

Gli aspetti sopra riportati sono rilevanti ai fini dell'analisi dell'andamento economico-finanziario e patrimoniale che verrà effettuata di seguito.

## 5.2 L'azionariato e la *governance*.

La società S.A.A.P.A. è una società mista a prevalente capitale pubblico. I soci sono riportati di seguito (Tavola 1).

Tavola 1 – Soci S.A.A.P.A.



Socio	N. Azioni	Valore
ASI Torino 4	14.603.256,00	46.411,70
Città di Settimo torinese	13.520.040,00	42.969,04
ASI Città di Torino	7.731.136,00	24.570,90
Cooperativa sociale P.G. Frassati S.C.S. – Onlus	6.657.370,00	21.158,28
Cooperativa sociale P.G. Frassati di produzione e lavoro S.C.S. – Onlus	429.508,00	1.365,05
Patrimonio città di Settimo Torinese S.R.L.	9.450,00	30,03
<b>Totale</b>	<b>42.950.760,00</b>	<b>136.505,00</b>

Il modello di *governance* adottato da S.A.A.P.A. S.p.A. è tradizionale ed è costituito da un Consiglio di amministrazione quale organo gestorio, da un Collegio Sindacale e da un Revisore legale.

### 5.3 Il settore/mercato di riferimento: analisi dei risultati economico-finanziari e patrimoniali.

L'analisi dei dati economico-finanziari a livello di settore/mercato in cui opera la società S.A.A.P.A. S.p.A. è stata condotta mediante l'individuazione di un campione di società (di seguito aggregato di confronto) composto da tutte le imprese con codice Ateco 87.1<sup>2</sup> – Deospedalizzazione protetta (R.S.A) per anziani non autosufficienti, operanti nel nord Italia<sup>3</sup>. Il codice Ateco utilizzato è quello presente sulla Visura Camerale di S.A.A.P.A. S.p.A. e si è considerato anche il mercato geografico di riferimento (Piemonte).

Tenuto conto del numero delle strutture presenti sul territorio piemontese si è inoltre deciso di estendere l'analisi all'intero Nord-Italia. L'estrazione dei dati e la numerosità del campione di riferimento è riportata nella seguente Tavola 2.

Tavola 2 – Campione di riferimento.

	Num.	% Italia	% Nord Italia
Strutture in Italia con Ateco 87.1	511	100,00%	
Strutture del nord Italia	263	51,47%	100,00%
Ultima annualità di bilancio presente in banca dati antecedente al 2020	-67	-13,11%	-25,48%
<b>Strutture del nord Italia con dati di bilancio al 31/12/2020</b>	<b>196</b>	<b>38,36%</b>	<b>74,52%</b>
Missing value in banca dati	-25	-4,89%	-9,51%
<b>Totale aggregato di confronto</b>	<b>171</b>	<b>33,46%</b>	<b>65,02%</b>
<b>DI CUI PIEMONTE</b>	<b>39</b>	<b>7,63%</b>	<b>14,83%</b>
<b>DI CUI NORD ITALIA</b>	<b>132</b>	<b>25,83%</b>	<b>50,19%</b>
Valle d'Aosta	1	0,20%	0,38%
Lombardia	55	10,76%	20,91%
Trentino-Alto Adige	3	0,59%	1,14%
Friuli-Venezia Giulia	11	2,15%	4,18%
Veneto	13	2,54%	4,94%
Liguria	19	3,72%	7,22%
Emilia-Romagna	30	5,87%	11,41%

<sup>2</sup> L'Ospedale Civico di Settimo è certamente un *unicum* nel panorama nazionale; tuttavia, è necessario disporre di dati comparativi e si è ricorsi al dato oggettivo del codice ATECO.

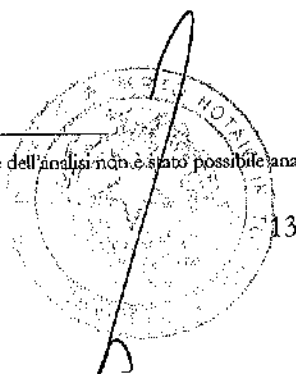
<sup>3</sup> I dati sono stati estrapolati dalla Banca Dati AIDA, Bureau Van Dijk, Moody's Analytics Company.

Come si può osservare dalla Tavola 2, le strutture per anziani non autosufficienti operanti in Italia sono 511, di cui 263 (51,47%) operanti nel nord Italia. Ai fini dello studio del settore sono state considerate esclusivamente le aziende che presentano in banca dati il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020 e precedenti<sup>4</sup> (196 strutture). Tra queste, 25 imprese non presentano la totalità dei dati necessari per l'effettuazione dell'analisi su un orizzonte temporale di 4 anni (2020 – 2017) e pertanto sono state escluse dal campione.

Il campione di riferimento è dunque composto da 171 aziende, di cui 39 (14,83% delle aziende del nord Italia) operanti in Piemonte e 132 (50,19%) operanti nel nord Italia (escluso il Piemonte). Tra le strutture del Piemonte non è stata considerata la S.A.A.P.A. S.p.A. poiché oggetto di valutazione separata. Da ciò deriva che il campione ultimo oggetto di analisi è composto da 170 società, 38 operanti in Piemonte (al netto della S.A.A.P.A. S.p.A.), 132 nel resto del Nord Italia.

Nella Tavola 3 si riportano, in sintesi, i principali risultati economico-finanziari e patrimoniali aggregati del settore di riferimento in cui opera la S.A.A.P.A. S.p.A. per il quadriennio 2017 – 2020.

<sup>4</sup> Alla data di effettuazione dell'analisi non è stato possibile analizzare i bilanci al 31 dicembre 2021 per indisponibilità dei dati.



A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive name.

Tavola 3 – Sintesi risultati quadriennio 2017 – 2020.

Valori medi	2020	2019	2018	2017
RICAVI DELLE VENDITE (Euro/000)	6.489,88	6.730,06	6.454,46	6.137,05
di cui Piemonte	7.395,70	7.857,22	7.342,76	7.308,84
di cui Nord Italia	6.229,11	6.405,57	6.141,16	5.799,72
EBITDA (Euro/000) - solo dati positivi)	377,84	587,28	590,40	501,91
di cui Piemonte	267,63	430,71	437,13	454,36
di cui Nord Italia	408,90	632,20	634,90	515,88
UTILE NETTO (Euro/000)	49,57	164,97	188,27	162,29
di cui Piemonte	-42,30	78,31	83,78	127,58
di cui Nord Italia	76,02	189,91	218,35	172,28
TOTALE ATTIVITA' (Euro/000)	7.858,00	7.276,29	6.826,80	6.335,20
di cui Piemonte	7.052,09	6.934,57	6.834,00	6.769,82
di cui Nord Italia	8.037,51	7.327,90	6.785,87	6.176,22
PATRIMONIO NETTO (Euro/000)	2.664,00	2.458,02	2.349,99	2.051,05
di cui Piemonte	2.525,32	2.598,60	2.573,40	2.542,07
di cui Nord Italia	2.703,92	2.417,55	2.285,68	1.909,70
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (Euro/000) (solo se passività finanziarie > Attività finanziarie)	3.705,79	3.659,82	3.393,76	3.353,41
di cui Piemonte	2.747,99	3.545,05	3.784,03	3.014,92
di cui Nord Italia	3.903,95	3.678,94	3.335,22	3.421,11
EBITDA/VENDITE (%) (solo con EBITDA Positivo)	9,62	9,18	9,18	9,37
di cui Piemonte	6,40	8,54	8,47	9,31
di cui Nord Italia	10,52	9,36	9,39	9,39
Redditività delle vendite (ROS) (%) (solo con RO positivo)	5,41	5,55	5,46	5,69
di cui Piemonte	4,30	4,99	4,88	5,89
di cui Nord Italia	5,71	5,72	5,62	5,63
Redditività del capitale proprio ROE (%) (Solo con valori positivi)	18,06	16,50	16,74	18,65
di cui Piemonte	17,49	18,43	17,59	18,10
di cui Nord Italia	18,21	16,01	16,52	18,81
Debt/Equity ratio	3,45	3,09	2,86	5,28
di cui Piemonte	2,20	2,14	2,02	1,94
di cui Nord Italia	3,71	3,29	3,04	6,07
Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO) (Euro/000)	2.149,57	2.243,61	1.820,47	1.592,19
Di cui Piemonte	742,47	1.612,78	1.298,65	1.795,14
Di cui Nord Italia	2.582,53	2.441,87	1.989,29	1.522,43
CCNO/Patturato (%)	13,68%	12,90%	10,87%	9,72%
Di cui Piemonte	4,51%	8,76%	7,37%	10,39%
Di cui Nord Italia	16,67%	14,31%	12,09%	9,48%

La Tavola 3 riporta i valori medi ottenuti nel campione oggetto di analisi ed individua l'andamento economico, finanziario e patrimoniale del settore di riferimento in cui opera la S.A.A.P.A S.p.A.

Per ciascuna grandezza analizzata è stato individuato il valore medio complessivo, il valore medio ottenuto dalle imprese operanti in Piemonte e quello ottenuto dalle imprese operanti nel nord Italia al netto del Piemonte poiché oggetto di valutazione separata.

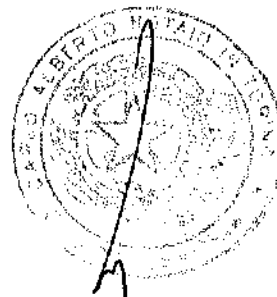
Non è stato preso come riferimento l'esercizio 2021 per mancanza di dati nelle banche dati utilizzate (anche il bilancio della SAAPA è attualmente in bozza). Al fine di avere una base dati attendibile, pertanto, l'analisi storica è stata estesa al 2017.

L'analisi dei risultati per il periodo 2017 – 2020 mostra i principali andamenti di seguito sintetizzati:

- il fatturato complessivo rimane pressoché costante per tutto il periodo analizzato, con un picco nel 2019 (Euro 6.730 migliaia). Nel 2020 è ritornato sui valori del 2018

(Euro 6.454 migliaia). Seppur con andamenti nel tempo in linea con il fatturato complessivo, le imprese operanti nel Piemonte hanno fatto registrare valori di fatturato medio sempre superiori rispetto alle imprese operanti nelle altre regioni del nord Italia;

- l'EBITDA, che considera solo le società appartenenti al campione che hanno fatto registrare valori positivi, ha andamenti diversi a seconda dell'ubicazione della sede operativa. A livello generale, infatti, l'EBITDA è rimasto costante per il periodo 2017 – 2019, per poi subire un calo consistente nel 2020 (- 35,66% rispetto al 2019). Lo stesso andamento si è registrato nelle aziende operanti in Piemonte, con un EBITDA che è passato da 430,71 migliaia nel 2019 (e in linea con il 2018 e 2017) a 267,63 migliaia nel 2020. Le aziende del nord Italia hanno fatto registrare un *trend* differente. Dal 2017 al 2019 si è assistito ad un incremento del margine (da 515,88 migliaia del 2017, a 632,20 migliaia del 2019) che successivamente ha subito una riduzione significativa nel 2020 (- 35,32% rispetto al 2019), attestandosi su valori più bassi rispetto a quelli registrati nel 2017. Costituisce un elemento comune, pertanto, la riduzione percentuale di EBITDA che si è avuta tra il 2019 e il 2020, pari circa al 35% sia in Piemonte che nelle altre regioni del nord Italia;
- il rapporto EBITDA/Vendite, calcolato considerando esclusivamente le società con EBITDA positivo, mostra come a livello complessivo le imprese siano riuscite a mantenere inalterata la marginalità nonostante la riduzione di fatturato avutasi nel quadriennio oggetto di analisi. L'EBITDA *Margin*, infatti, è pari a circa il 9,2% per tutto il periodo. Analizzando separatamente le imprese operanti in Piemonte da quelle operanti nel resto del nord Italia, però, si notano risultati molto diversi. Le aziende Piemontesi hanno subito dei continui cali di marginalità dal 2017 (9,31%) al 2020 (6,40%), contrariamente alle aziende delle altre regioni del nord Italia in cui l'EBITDA *Margin* è passato dal 9,39% del 2017 al 10,52% del 2020;
- il ROS, calcolato per le sole imprese con Reddito Operativo positivo, è costante nel corso del quadriennio sia per le imprese con sede operativa in Piemonte, sia per le imprese con sede operativa nelle altre Regioni del nord Italia. Tale aspetto evidenzia come l'eventuale perdita di marginalità sia dovuta principalmente ad una politica dei volumi, intesa come capacità delle imprese di sfruttare i posti letto disponibili nei diversi reparti;



- il Capitale circolante netto operativo complessivo, pari alla sommatoria dei crediti commerciali e delle rimanenze di magazzino al netto dei debiti commerciali, è sempre positivo ed in aumento dal 2017 (1,59 Milioni) al 2020 (2,14 Milioni), fatta eccezione per una minima riduzione dal 2019 al 2020. Andamento differente si ha tra le aziende operanti in Piemonte e quelle operanti nel Nord Italia. Nel primo caso, infatti, il CCNO ha un trend decrescente per tutto il periodo, passando da 1,79 Milioni del 2018 a 0,74 Milioni del 2020. Nel caso delle aziende operanti nelle altre regioni del Nord Italia, invece, il trend segue quello medio di settore; si passa infatti da un CCNO pari a 1,52 milioni nel 2017, ad un valore pari a 2,58 milioni nel 2020;
- il rapporto CCNO/Fatturato, a livello globale, ha un andamento crescente passando dal 9,72% del 2017 al 13,68% del 2020. Anche in questo caso, le aziende piemontesi e le altre aziende del nord Italia fanno registrare un andamento opposto;
- il Patrimonio netto, a livello complessivo, è in crescita dal 2017 al 2020, crescita imputabile esclusivamente alle imprese del Nord Italia. Nelle imprese piemontesi, infatti, il patrimonio netto rimane prevalentemente costante per tutto il periodo, attestandosi su valori medi pari a Euro 2.500 migliaia; al contrario, le imprese operanti nelle altre regioni del nord Italia, hanno fatto registrare un incremento del patrimonio netto, passato da Euro 1.909,70 migliaia (2017) a Euro 2.703 migliaia (2020). Un altro elemento da mettere in evidenza riguarda l'ammontare medio di Patrimonio netto delle imprese. Nel 2017, infatti, il patrimonio netto medio (in valore assoluto) delle imprese del Piemonte era superiore rispetto a quello delle altre imprese del nord Italia; nel 2020 tale relazione si è invertita;
- la Posizione finanziaria netta, calcolata per le sole imprese con passività finanziarie maggiori delle attività finanziarie, è cresciuta complessivamente dal 2017 al 2020. Anche in questo caso, però, il trend è stato differente tra le diverse imprese. Mentre nelle aziende del Piemonte si è assistito ad una riduzione dal 2017 al 2020, nelle altre imprese del nord Italia, la Posizione finanziaria netta è aumentata, attestandosi ad un valore medio del 2020 pari a Euro 3.903 migliaia.
- la Sostenibilità patrimoniale del debito finanziario, misurata attraverso il rapporto *Debt/Equity*, migliora dal 2017 al 2018, e si incrementa nuovamente dal 2018 al 2020. In particolare, nelle imprese del Piemonte si assiste ad un lieve incremento del rapporto lungo tutto il quadriennio. Nelle altre imprese del nord Italia, invece,



dopo una significativa riduzione del rapporto registratasi dal 2017 al 2018, i valori del rapporto sono tornati a salire portandosi, nel 2020, su valori medi pari a 3,71;

- il ROE fa registrare valori significativi in tutto il quadriennio (sempre superiore al 16%), sia per le imprese Piemontesi sia per le altre. Unica differenza tra le imprese operanti nelle diverse regioni è il trend 2019 – 2020, decrescente per le imprese del Piemonte, crescente per le altre.

Il quadriennio 2017 – 2020 permette quindi di avere un'analisi complessiva dell'andamento del settore in cui opera l'impresa considerando il codice Ateco e mette pertanto in evidenza performance economico, patrimoniali e finanziarie influenzate, in modo differente, dalla situazione pandemica che ha avuto inizio nel 2020.

Tali analisi saranno particolarmente utili per le valutazioni successive.

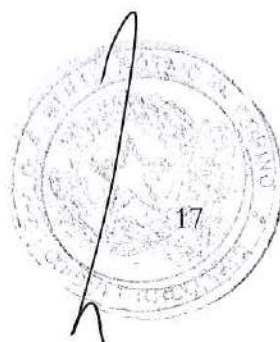
#### 5.4. I risultati economico-finanziari e patrimoniali di S.A.A.P.A S.p.A.

Nella Tavola 4 si riportano, in sintesi, i principali risultati economico-finanziari e patrimoniali di S.A.A.P.A. S.p.A. per il quadriennio 2017 – 2020.

Tavola 4 – Sintesi Risultati quadriennio 2017-2020.

Profilo finanziario e dipendenti				
Bilancio non consolidato	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato
	ICS	ICS	ICS	ICS
Ricavi delle vendite	10.908.417	13.711.955	13.624.257	13.408.600
EBITDA	-1.888.641	1.440.329	1.509.189	1.881.656
Utile Netto	-3.240.186	19.569	33.833	60.675
Totale Attività	31.215.331	31.926.830	32.677.688	34.916.488
Patrimonio Netto	-2.779.360	460.827	441.258	407.426
Posizione finanziaria netta	25.888.353,00	26.190.731,00	26.037.809,00	25.201.667,00
EBITDA/Vendite (%)	-16,18	10,30	10,77	13,72
Redditività delle vendite (ROS) (%)	-25,58	1,74	1,37	2,69
Redditività del totale attivo (ROA) (%)	-9,57	0,76	0,59	1,06
Redditività del capitale proprio (ROE) (%)	n.s.	4,25	7,67	14,89
Debt/Equity ratio	-9,61	58,81	62,17	68,04
Debt/EBITDA ratio	-14,15	18,82	18,18	14,73
Rotaz. cap. investito (volte)	0,35	0,43	0,42	0,38
Dipendenti	20	20	20	20

Fonte: Bureau van Dijk – Aida.



L'analisi dei risultati per il periodo 2017 – 2020 mostra alcuni *trend* di seguito sintetizzati:

- il fatturato, costante per il triennio 2017 – 2019 e prossimo a circa Euro 13,5 milioni, subisce nel 2020 una riduzione del 20,45%, attestandosi su un valore pari a Euro 10,908 milioni;
- l'EBITDA è diminuito per tutto il periodo oggetto di analisi. Dal 2017 (Euro 1.881,65 milioni) al 2019 (Euro 1.440,32 milioni) la grandezza è diminuita del 23,45%, fino a diventare negativa nel 2020 (Euro -1.888,64 milioni). La riduzione, che ha comportato il livello minimo di EBITDA nel 2020, è riconducibile principalmente al congiunto effetto di riduzione del fatturato; incremento dei consumi di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci, nonché incremento dei costi per servizi (Tavola 5).

Tavola 5 – Costi operativi per il periodo 2017 – 2020.

Voce (Euro)	2020	2019	2018	2017
Ricavi di vendita e prestazioni di servizi	10.908.417 (100%)	13.711.955 (100%)	13.624.257 (100%)	13.408.600 (100%)
Consumi di Materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	1.212.840 (11%)	611.956 (4%)	582.412 (4%)	547.607 (4%)
Costi per servizi	10.731.751 (98%)	10.258.367 (75%)	10.417.215 (76%)	9.845.592 (73%)

- il rapporto EBITDA/Vendite è diminuito durante tutto il periodo, in linea con la riduzione dell'EBITDA in valore assoluto. Si è passati da un EBITDA *Margin* nel 2017 del 13,72% ad un EBITDA *Margin* del 2020, negativo, del 16%. Le cause sono le medesime individuate nel punto precedente con riferimento al commento dell'andamento dell'EBITDA;
- il ROS, dopo un triennio (2017 – 2019) di valori positivi compresi nel range 1,74% – 2,69%, nel 2020 diviene negativo. Tale risultato evidenzia la perdita di marginalità già riscontrata nei punti precedenti;
- il Patrimonio netto, positivo e lievemente in crescita nel triennio 2017 – 2019, diviene negativo nel 2020 (Euro - 2.779,36) per via della perdita d'esercizio realizzata nel medesimo periodo;
- la Posizione finanziaria netta è positiva per tutto il quadriennio e si attesta su un valore prossimo a Euro 26 milioni (Euro 25,888 milioni nel 2020). Al 31 dicembre

2020, i debiti finanziari sono composti esclusivamente da un mutuo bancario pari a Euro 26,719 milioni, al netto di disponibilità liquide pari a Euro 830,64 migliaia;

- la sostenibilità patrimoniale del debito finanziario, misurata attraverso il rapporto *Debt/Equity*, in tutti gli esercizi oggetto di analisi risente dell'elevato indebitamento a fronte del contenuto apporto di capitale a pieno rischio. Nel 2020 diviene negativo a causa del segno contabile del patrimonio netto, anch'esso negativo.
- la sostenibilità finanziaria del debito, misurata attraverso il rapporto tra i debiti finanziari e l'EBITDA, registra valori sopra le media per via dei bassi flussi finanziari potenziali e di un elevato stock di debito di natura finanziaria. Nel 2020, a causa dell'EBITDA divenuto negativo, anche l'indicatore oggetto di commento è negativo (-14,15);
- per analoghe motivazioni, già sintetizzate nei punti precedenti, si riducono anche gli altri indicatori di performance economica (ROE e ROA), oltre che il risultato d'esercizio negativo per Euro 3.240,18 milioni nel 2020;

Il quadriennio 2017 – 2020 mette pertanto in evidenza performance economico, patrimoniali e finanziarie molto contenute, soprattutto nel 2020 a causa della pandemia.

Oltre agli indicatori riportati nella banca dati Bureau van Dijk – Aida, si è proceduto al calcolo del Capitale circolante netto operativo e del rapporto tra il Capitale circolante netto operativo e i Ricavi di vendita. I risultati sono riportati nella Tavola 6.

Tavola 6 – Analisi del Capitale circolante netto operativo.

	2020	2019	2018	2017
Capitale circolante netto operativo (Euro/000)	-2.456,68	853,06	52,14	-1.892,12
CCNO/Fatturato (%)	Neg.	6,22%	0,38%	Neg.

La Tavola 6 evidenzia un andamento non regolare del CCNO nel corso del quadriennio oggetto di analisi. Mentre nel 2017 il CCNO ha assunto un valore negativo (Euro -1.892 migliaia), con debiti verso fornitori maggiori della somma tra i crediti verso clienti e le rimanenze di magazzino, nel 2018 e 2019 assume valori positivi e in crescita, portandosi nel 2019 ad un valore massimo pari a Euro 853 migliaia. Nel 2020, invece, torna ad assumere un valore negativo (Euro 2.456 migliaia) con debito commerciali superiori al valore dei crediti verso clienti e delle rimanenze di magazzino.

L'incidenza percentuale del CCNO sui ricavi di vendita segue l'andamento del CCNO assumendo valori negativi (Neg.) per il 2017 e il 2020 ed arrivando nel 2019 ad assumere il suo valore massimo pari al 6,22% del fatturato.

Rispetto al settore di appartenenza, la società ha un fatturato significativamente maggiore (più del doppio), così come il suo totale investimenti (oltre tre volte). La presenza di un significativo ammortare di attività, in particolare di immobilizzazioni materiali, genera costi fissi (in termini di ammortamenti) che la società non riesce a remunerare adeguatamente. Una flessione dei ricavi comporta pertanto l'emersione di perdite significative.

L'analisi dei risultati è motivata dal Liquidatore dott. Alessandro Rossi che così riporta nelle conclusioni alla Relazione Conclusiva sul progetto di sperimentazione gestionale Legge 502/92 e della Legge Regione Piemonte n. 12/2008: *“La situazione dell'esame degli utili e delle perdite dal 2009 al 2019 corrisponde ad un risultato economico che configura perdite totali per Euro 7.185.859,00 fino al 31/12/2019 ed è attribuibile in larga parte alle originarie caratteristiche strutturali della sperimentazione, ampiamente antecedenti l'evento pandemico, che pure non ha mancato di segnare un peggioramento.*

*Se considerassimo l'esame degli utili e delle perdite fino al 31/03/2021 – precisando che l'assemblea per l'approvazione del bilancio al 31/12/2020 e della situazione patrimoniale al 31/03/2021 è fissata per il 25 giugno - il risultato economico configura perdite totali rispettivamente per Euro 11.521.452,00.*

*Sotto il profilo economico e finanziario, tenendo conto delle delibere delle A.A.S.S.L.L. socie che hanno assegnato un extrabudget per le annualità 2017/2018/2019 e il valore complessivo delle perdite, parrebbe non permettere il conseguimento di quegli obiettivi di “convenienza economica” e di equilibrio economico, che l'Art. 23, Commi 5 e 6 L.R. 12/2008, individua quali “condizioni essenziali per il mantenimento in vita delle sperimentazioni autorizzate”.*

*In estrema sintesi, laddove la sperimentazione presenta risultati soddisfacenti sotto il profilo del servizio erogato e del significato di una struttura di profilo specifico nell'ambito del SSR (autorizzando scenari di crescita, sia nel volume, sia nelle specializzazioni e nell'ulteriore incremento della qualità dei servizi erogati), ne risultano compromessi gli equilibri economici in conseguenza del modello e della contrattualità adottata sin dall'origine”.*

## **5.5 La situazione economico-finanziaria e patrimoniale di S.A.A.P.A. S.p.A. al 31.12.2021**

Alla data di predisposizione del parere valutativo, la S.A.A.P.A S.p.A. non ha ancora approvato il bilancio d'esercizio riferito al 31 dicembre 2021.

Sulla base della situazione contabile fornita dalla società e dell'andamento della situazione pandemica che ha influenzato anche i risultati dell'esercizio oggetto di commento, si confermano i *trend* emersi nel periodo storico.

### 5.6 La situazione economica di S.A.A.P.A. S.p.A. al 30.06.2022.

Al fine del presente lavoro, oltre che le analisi a consuntivo dei conti annuali, si è utilizzata la situazione economica al 30.06.2022 fornita dalla società. Poiché la società chiude il bilancio d'esercizio al 31.12 di ogni esercizio, tale situazione rappresenta l'andamento di metà esercizio. La situazione contabile consente di analizzare l'andamento del primo semestre 2022 che rappresenta il primo esercizio completo a regime in cui la S.A.A.P.A. esercita la propria attività in regime di accreditamento in Fascia A ai sensi della DCR n. 616-3149 del 22 febbraio 2000 e s.m.i., per complessivi 235 posti letto, sebbene attività ancora influenzata dalla presenza di aree dedicate a pazienti Covid-19.

I risultati di sintesi di S.A.A.P.A. S.p.A. per il periodo 1.1.2022 – 30.06.2022, forniti dalla società, sono riportati nella Tavola 7.

Tavola 7 – Situazione economica al 30.06.2022.

S.A.A.P.A in liquidazione costi-ricavi al 30 giugno 2022					
COSTI DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLIO	VALORE MACROVOCI	VALORE DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLIO	VALORE MACROVOCI
MATERIE PRIME SUSSIDIARIE, DI CONSUMO E DI MERCI		225.256,00 €	RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI		6.637.486,16 €
PER SERVIZI		5.075.500,00 €	MATERIE PRIME ETC.		0,00 €
			rimanenze finali		
			ALTRI RICAVI		148.000,00 €
NOLEGGIO BENI DI TERZI		73.300,00 €			
PER IL PERSONALE		702.371,53 €			
ONERI DIVERSI DI GESTIONE		135.600,00 €			
VARIAZIONE DI RIMANENZE DI MATERIE PRIME ETC.		467.679,00 €			
ONERI FINANZIARI		40.000,00 €			
TOTALE COSTI		6.719.706,53 €	TOTALE RICAVI		6.785.486,16 €
DIFFERENZA POSITIVA					65.779,63 €

Nella Tavola 8 si riportano i principali risultati economico di S.A.A.P.A. S.p.A. calcolati sui dati a consuntivo del primo semestre 2022.

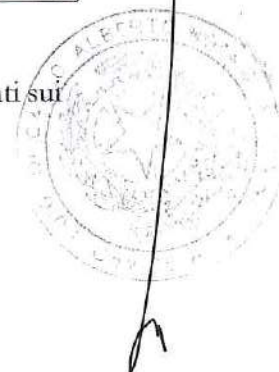


Tavola 8 – Sintesi Risultati semestre 1.1.2022 – 30.06.2022.

Ricavi delle vendite	6.637.486
EBITDA	105.780
EBITDA/Vendite (%)	1,59

Dall'analisi dei risultati sopra riportati si segnalano i seguenti *trend*:

- il fatturato del primo semestre 2022 è pari a Euro 6,63 milioni, valore che in ottica prospettica segnala il ritorno ad un livello di prestazioni tali da garantire (a parità di altre condizioni) il ritorno ad una marginalità positiva;
- l'EBITDA è pari a Euro 105 migliaia, valore tornato ad essere positivo (oppure stabilmente positivo a seconda di come è andato il 2021 sulla base del bilancio d'esercizio che sarà approvato dalla società) dopo un 2020 in cui si era assistito ad una drastica riduzione.
- L'EBITDA/Vendite è pari all'1,59% e, anche in questo caso, evidenzia una ripresa – oltre che in valore assoluto – anche in termini percentuali, rispetto agli ultimi anni a consuntivo (2020).

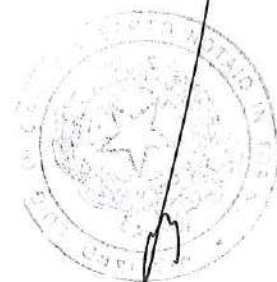
Il primo semestre 2022 mette pertanto in evidenza una performance economica, seppur ancora contenuta, in ripresa rispetto ai risultati conseguiti negli ultimi anni e, in particolare, nel 2020 e nel 2021.

### **5.7 Il Piano economico 2022-2023 di S.A.A.P.A. S.p.A.**

La società S.A.A.P.A. S.p.A. ha elaborato un piano economico per il periodo 2022-2023, reso disponibile dal *management* aziendale e riportato nella sua sintesi nella Tavola 9.

Tavola 9 – Business Plan 2022-2023.

S.A.A.P.A in liquidazione					
costi-ricavi al GENNAIO -31 DICEMBRE 2022					
COSTI DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLIO	VALORE MACROVOCI	VALORE DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLIO	VALORE MACROVOCI
MATERIE PRIME SUSSIDIARIE, DI CONSUMO E DI MERCI		450.512,00 Euro	RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI		12.480.443,53 Euro
PER SERVIZI		10.322.000,00 Euro	VARIAZIONE DI RIMANENZE DI MATERIE PRIME ETC.		475.000,00 Euro
			rimanenze finali		
			ALTRI RICAVI		304.350,00 Euro
NOLEGGIO BENI DI TERZI		146.600,00 Euro			
PER IL PERSONALE		1.521.802,53 Euro			
ONERI DIVERSI DI GESTIONE		271.200,00 Euro			
VARIAZIONE DI RIMANENZE DI MATERIE PRIME ETC.		467.679,00 Euro			
ONERI FINANZIARI		80.000,00 Euro			
TOTALE COSTI		13.259.793,53 Euro	TOTALE RICAVI		13.259.793,53 Euro
DIFFERENZA POSITIVA					0,00 Euro



S.A.A.P.A in liquidazione costi-ricavi al GENNAIO -31 DICEMBRE 2023					
COSTI DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLI O	VALORE MACROVOCI	VALORE DELLA PRODUZIONE	VALORE VOCI IN DETTAGLI O	VALORE MACROVOCI
<i>MATERIE PRIME SUSSIDIARIE, DI CONSUMO E DI MERCI</i>		420.000,00 Euro	<i>RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI</i>		12.800.000,00 Euro
<i>PER SERVIZI</i>		9.316.500,00 Euro	<i>VARIAZIONE DI RIMANENZE DI MATERIE PRIME ETC.</i>		
			rimanenze finali		
			<i>ALTRI RICAVI</i>		135.000,00 Euro
NOLEGGIO BENI DI TERZI		83.300,00 Euro			
PER IL PERSONALE		1.740.000,00 Euro			
ONERI DIVERSI DI GESTIONE		272.000,00 Euro			
VARIAZIONE DI RIMANENZE DI MATERIE PRIME ETC.					
ONERI FINANZIARI		80.000,00 Euro			
<b>TOTALE COSTI</b>		<b>11.911.800,00 Euro</b>	<b>TOTALE RICAVI</b>		<b>12.935.000,00 Euro</b>
<b>DIFFERENZA POSITIVA</b>					<b>1.023.200,00 Euro</b>

I conti economici forniti dalla società sono stati oggetto di riclassificazione e di eventuali integrazioni effettuate sulla base di assunzioni di tipo inerziale. Da tali valori si è ottenuto il conto economico riclassificato riportato di seguito e riferito ad entrambe le annualità (2022 e 2023). Ai fini espositivi si riportano anche i valori delle annualità a consuntivo per il periodo 2019 – 2021.

Si ricorda quanto segue:

- alla data di predisposizione del parere valutativo, la S.A.A.P.A S.p.A. non ha ancora approvato il bilancio d'esercizio riferito all'annualità 2021. Pertanto è stata analizzata la situazione contabile fornita dalla società e riferita alla data sopra indicata;
- al fine del presente lavoro, partendo dai dati contabili forniti dalla società, si è proceduto a determinare un EBITDA Rettificato (di seguito EBITDA ADJ) per tenere conto di



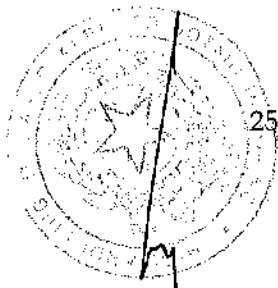
eventuali Proventi/Oneri non ripetibili e ottenere pertanto una grandezza di conto economico normalizzata.

Tavola 10 – Rielaborazione Business plan 2022 – 2023

Euro	2019	%	2020	%	2021	%	2022 - F	%	2023 - F	%
Ricavi di vendita netti	13.710.110	100,0	10.908.417	10,00	9.877.045	100	12.480.444	100	12.800.000	100
Ricavi di vendita	13.710.110	100,0	10.908.417	100,0	9.877.045	100	12.480.444	100	12.800.000	100
Altri ricavi	272.756	2,0	513.213	4,7	911.600	9,2	304.350	2,4	135.000	1,1
<b>TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE (a)</b>	<b>13.982.866</b>	<b>102,0</b>	<b>11.421.630</b>	<b>104,7</b>	<b>10.788.645</b>	<b>109,2</b>	<b>12.784.794</b>	<b>102,4</b>	<b>12.935.000</b>	<b>101,1</b>
<b>COSTI ESTERNI</b>										
Acquisti netti di MP, sussidiarie, consumo e merci	611.956	4,5	1.212.840	11,12%	354.366	3,50%	443.191	3,55	413.000	3,23
Costi per servizi	10.273.345	74,9	10.731.751	98,38	10.701.501	108,4	10.182.861	81,59	9.347.161	73,0
Costi godimento beni di terzi	8.520	0,06	85.623	0,78	157.340	1,59	146.000	1,17	83.300	0,65
Oneri diversi	270.198	1,9	270.198	2,5	270.198	2,7	270.000	2,1	272.000	2,1
<b>TOTALE COSTI ESTERNI (b)</b>	<b>11.164.019</b>	<b>81,4</b>	<b>12.300.412</b>	<b>112,8</b>	<b>11.483.405</b>	<b>116,3</b>	<b>11.042.652</b>	<b>88,5</b>	<b>10.115.461</b>	<b>79,0</b>
<b>VALORE AGGIUNTO (c=a-b)</b>	<b>2.818.847</b>	<b>20,6</b>	<b>(878.782)</b>	<b>-8,1</b>	<b>(694.760)</b>	<b>-7,0</b>	<b>1.742.142</b>	<b>14,0</b>	<b>2.819.539</b>	<b>22,0</b>
Costo del lavoro (d)	1.201.394	8,76	1.192.575	10,93	1.344.555	13,61	1.521.803	12,19	1.740.000	13,5
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO – EBITDA ADJ (e=c-d)</b>	<b>1.617.453</b>	<b>11,8</b>	<b>(2.071.357)</b>	<b>-19,0</b>	<b>(2.039.315)</b>	<b>-20,6</b>	<b>220.339</b>	<b>1,8</b>	<b>1.079.539</b>	<b>8,4</b>
Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti (f)	1.287.517	9,39	1.097.640	10,06	1.054.983	10,68	1.054.983	8,45	1.054.983	8,24
Incremento immobilizzazioni per lavori interni					9.000					
Altri ricavi/(Costi) (g)	-85.032	-0,62	182.716	1,68	147.508	1,49	-1.200	-0,01	0	0,00
<b>REDDITO OPERATIVO - EBIT (h=c-f+g)</b>	<b>244.904</b>	<b>1,8</b>	<b>(2.986.281)</b>	<b>-27,4</b>	<b>(2.937.790)</b>	<b>-29,7</b>	<b>(835.844)</b>	<b>-6,7</b>	<b>24.556</b>	<b>0,2</b>
<b>GESTIONE FINANZIARIA</b>										
Proventi finanziari	11.142	0,08%	5.501	0,05%	2.125	0,02%				
Oneri finanziari	-143.079	-1,04	-133.499	-1,22	-73.230	-0,74	-80.000	-0,64	-80.000	-0,63
<b>TOTALE GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>(131.937)</b>	<b>-1,0</b>	<b>(127.998)</b>	<b>-1,2</b>	<b>(71.105)</b>	<b>-0,72</b>	<b>(80.000)</b>	<b>-0,64</b>	<b>(80.000)</b>	<b>-0,6</b>
<b>RICAVI E COSTI NON RICORRENTI</b>	<b>1.044</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(248.063)</b>	<b>-2,5</b>	<b>(139.139)</b>	<b>-1,1</b>	<b>(61.139)</b>	<b>-0,5</b>
<b>REDDITO ANTE IMPOSTE</b>	<b>114.011</b>	<b>0,8</b>	<b>(3.114.279)</b>	<b>-28,5</b>	<b>(3.256.958)</b>	<b>-33,0</b>	<b>(1.054.983)</b>	<b>-8,5</b>	<b>(116.583)</b>	<b>-0,9</b>
Imposte sul reddito	94.442	0,69	125.907	1,15	0	0,00	1.953	0,02	958	0,01
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>19.569</b>	<b>0,1</b>	<b>(3.240.186)</b>	<b>-29,7</b>	<b>(3.256.958)</b>	<b>-33,0</b>	<b>(1.056.935)</b>	<b>-8,5</b>	<b>(117.540)</b>	<b>-0,9</b>

In sintesi, il Piano per il periodo 2022 – 2023 si fonda sulle seguenti *assumption* dichiarate dalla società:

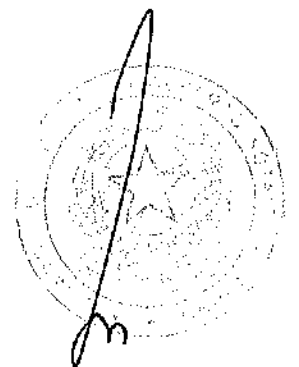
- i risultati economici *forecast* per l'annualità 2022 sono composti da 6 mesi a consuntivo (gennaio – giugno 2022) e sei mesi previsionali (luglio – dicembre 2022);
- i ricavi per degenze relativi al 2022 derivano dalla presenza in struttura di circa 200 pazienti/giorno;



- i costi operativi per l'esercizio 2022 comprendono spese non ricorrenti quali, per esempio, manutenzioni per lavori già preventivati e spese legali;
  - il 2023 prevede un cambiamento di strategia attuata mediante la gestione diretta del servizio medico, eliminazione di alcuni servizi sanitari attualmente esternalizzati, nonché una implementazione delle spese per l'attività amministrativa a fronte di una riduzione delle spese di consulenza esterna;
  - i ricavi stimati per l'esercizio 2023 si riferiscono all'ammontare massimo ottenibile nei limiti dell'accreditamento riconosciuto alla data di predisposizione del piano e con la piena occupazione garantita;
  - la valorizzazione dei posti letto è avvenuta nel modo seguente:
    - riabilitazione: le tariffe applicate fanno riferimento alla Deliberazione della Giunta Regionale 2 luglio 2013, n. 14-6039 e prevedono una significativa caratterizzazione delle singole patologie;
    - CAVS: le tariffe applicate fanno riferimento alla Deliberazione della Giunta Regionale 23 maggio 2016, n. 32-3342;
    - lungodegenza: le tariffe applicate fanno riferimento al documento della regione Piemonte "Tariffario dei ricoveri ospedalieri post acuzie – Regione Piemonte", aggiornato nel mese di ottobre 2018.
  - i costi operativi per l'esercizio 2023 risentono positivamente delle politiche di efficientamento derivanti dal cambiamento di strategia citato nei punti precedenti
- Per ciò che concerne le principali grandezze di conto economico previsionale riclassifico, si segnalano i seguenti risultati di sintesi:
- l'EBITDA, dopo due anni consuntivi di valori negativi, torna positivo nel 2022 (Euro 220.339) e migliora significativamente nel 2023 (1,07 milioni); a parità di fatturato, la strategia sottostante è di contenimento dei costi operativi;
  - l'EBITDA/Vendite poggia su quanto affermato al punto precedente; la marginalità operativa per l'esercizio 2022 è stimata pari all'1,8% mentre per l'esercizio 2023 assume un valore pari al 8,4%;
  - l'EBIT è influenzato significativamente dagli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, composti principalmente dalla ripartizione su base temporale del costo dell'immobile. Secondo le previsioni effettuate dal management, il 2023 è il primo esercizio in cui il reddito operativo assume un valore positivo;

- il risultato netto rimane negativo in entrambe le annualità a piano, anche se in miglioramento dal 2022 al 2023.

La società nei dati economici prospettici non riesce ancora a remunerare tutti i fattori produttivi anche a causa del significativo peso dei costi fissi.



A large, stylized handwritten signature.

## 6. La metodologia di valutazione utilizzata.

Con riferimento alla metodologia di valutazione utilizzata, di seguito si procede ad analizzare i seguenti punti:

1. premessa;
2. fonte delle informazioni;
3. data di riferimento;
4. prospettiva della valutazione;
5. determinazione del tasso di attualizzazione.

### 6.1 Premessa.

Come indicato dalla dottrina i criteri di valutazione sono molteplici e devono essere scelti e adottati con riferimento alle aziende cui la valutazione si riferisce e allo specifico incarico conferito.

Va ricordato e chiarito un concetto preliminare: la valutazione del capitale economico deve avere riguardo all'azienda in sé. L'obiettivo della valutazione è, quindi, la determinazione di un "valore generale" o "valore obiettivo", cioè di un valore che in circostanze normali può essere considerato come adeguato o normale.

Nella teoria e nella prassi si usa fare riferimento, per una valutazione di azienda in funzionamento, e prescindendo dal circoscritto oggetto della presente valutazione, ad una pluralità di criteri metodologici da utilizzare in via congiunta o disgiunta, a seconda dell'applicabilità al caso specifico.

Tali criteri possono essere ricondotti alle seguenti categorie fondamentali:

- criteri patrimoniali, in cui il valore scaturisce dalla contrapposizione delle attività opportunamente rivalutate e delle passività sulle quali viene espresso un giudizio di congruità; questi valori possono poi essere incrementati del valore dei beni immateriali, anche non contabilizzati, ma che abbiano un valore di mercato;
- criteri reddituali, in cui il valore deriva da un processo di attualizzazione dei redditi attesi, ad un determinato tasso, rappresentativo sia della struttura dei tassi di interesse del mercato finanziario, sia del grado di rischio caratteristico delle attività da valutare. Opportune correzioni possono essere introdotte per tenere conto del grado di crescita degli utili. Spesso le difficoltà che si incontrano nel tentativo di definire i flussi di redditi futuri inducono a ricorrere al calcolo di redditi medio

normali, che tengono conto dei risultati storici e delle strategie definite dalle aziende oggetto di valutazione, nonché dell'evoluzione del mercato finanziario;

- criteri finanziari, basati sulla metodologia esposta al punto precedente, con la differenza che i valori da attualizzare sono in questo caso i flussi di cassa attesi, e non i redditi attesi;
- criteri misti, che combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali, reddituali e finanziari e nei quali al valore patrimoniale viene sommato algebricamente l'avviamento, positivo o negativo, derivante da un calcolo effettuato autonomamente;
- criteri di mercato, applicabili alle società con titoli quotati e non, che in genere tengono conto del rapporto prezzo/utigli della società in questione nei confronti di un valore del rapporto giudicato ottimale.

La scelta dei criteri di valutazione applicabili a ciascun singolo caso dipende anche dal settore di appartenenza dell'azienda valutata e dallo specifico incarico conferito.

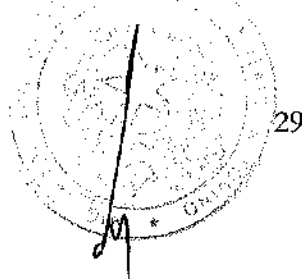
Dal punto di vista concettuale, i criteri finanziari e reddituali presentano una validità superiore in quanto collegano il valore dell'azienda alla sua capacità di produrre flussi di cassa o reddito futuri.

Il mercato, inoltre, in alcuni settori particolari e soprattutto in momenti in cui si realizza un elevato numero di compravendite di società, finalizzate ad una concentrazione nel settore, tende ad accettare metodi di valutazione empirici, di cui bisogna tenere conto quando siano universalmente usati.

Nella scelta del criterio di valutazione occorre tener conto della tipologia di società: nella fattispecie la SAAPA è una società che ha redatto un *budget* 2022 e delle proiezioni 2023. Tuttavia, lo svolgimento della specifica attività richiede necessariamente la presenza di un immobile che, nel caso specifico, ha un valore significativo e di cui occorre pertanto tenerne conto, come anche da incarico conferito.

Inoltre, l'obiettivo del parere valutativo è quello di giungere ad un valore commerciale della S.A.A.P.A., inteso come la capacità dell'azienda di generare un sovra o sotto reddito rispetto ad un rendimento medio atteso dal mercato, tenuto conto del valore dell'immobile in cui viene svolta l'attività dell'impresa.

Il parere valutativo che seguirà non considera, né tantomeno mette in discussione, l'elevato interesse pubblico e il beneficio alla Comunità della struttura in oggetto, ma vuole rispondere



A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Pelle'.

esclusivamente all'incarico ricevuto in termini di valutazione commerciale dell'attività, tenuto conto del valore dell'immobile.

Pertanto, in considerazione dell'oggetto del presente incarico si utilizzeranno diversi approcci valutativi:

- metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill/badwill*: tale valore dipende da un lato dal valore dell'immobile così come definito dal geom. Laganà, dall'altro dalla capacità dell'impresa di generare reddito rispetto ad un rendimento medio atteso dal mercato;
- metodo reddituale: nella configurazione *asset side* che permette di determinare il valore generato attraverso la marginalità dell'impresa, anche in questo caso tenendo conto del valore dell'immobile.

## **6.2 Fonte delle informazioni.**

La valutazione effettuata riflette le informazioni che sono state rese dalla società opportunamente rielaborate dallo Scrivente. Si è fatto riferimento anche ai dati provenienti da banche dati nazionali ed internazionali.

## **6.3 Data di riferimento.**

Il presente parere valutativo utilizza quale data di riferimento per la valutazione il 31.12.2021.

## **6.4 Prospettiva del parere valutativo.**

La valutazione è stata effettuata in ottica di continuità dell'operato da parte dell'attuale compagine societaria che ha fornito i dati prospettici alla base della valutazione e senza significative variazioni nella strategia aziendale, salvo quelle indicate e che hanno costituito la base per la predisposizione del piano 2023. La valutazione non tiene quindi conto delle potenzialità che un acquirente potrà ottenere a seguito di eventuali modifiche nella gestione. Si ricorda come l'attività della società è ad oggi legata all'accreditamento che la stessa SAAPA ha ottenuto che attribuisce l'utilizzo dei posti letto per le diverse attività sanitarie. Ne consegue, che il presente parere valutativo non tiene conto dell'indebitamento finanziario della società, di eventuali passività potenziali e di eventuali *surplus assets*.

## 6.5 Determinazione del tasso di attualizzazione.

Per determinare il costo medio del capitale, la Dottrina, individua il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) attraverso il seguente calcolo:

$$WACC = K_E \frac{E}{E + D} + K_D(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Le componenti della formula sono le seguenti:

D = debiti  
E = *equity*  
 $K_E$  = costo dell'*equity*  
 $K_D$  = costo del debito  
T = aliquota fiscale

Il costo medio del debito è il valore che l'azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un finanziamento. Esso è spesso identificabile nell'onerosità dei debiti finanziari o Return on Debt (*ROD*). Naturalmente il presupposto per l'utilizzo del *ROD* è che esso rappresenti il costo che anche negli esercizi successivi sia ragionevole ed applicabile.

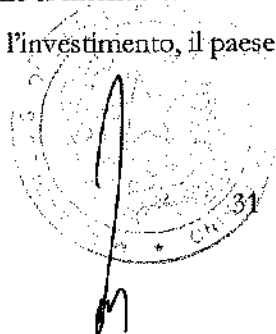
Tra le modalità più diffuse per la determinazione del costo del capitale di rischio vi è il *Capital Asset Price Model* (*CAPM*) la cui determinazione è la seguente:

$$K_E = r + \beta(r_m - r)$$

Le componenti del calcolo del costo dell'*equity* sono le seguenti:

r: *free risk rate*  
Beta: coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile  
( $r_m - r$ ): *market risk premium*

Il *free risk rate* è il tasso degli investimenti a "zero" rischio. Abitualmente si considerano i tassi dei titoli di stato a medio e lungo termine o a breve termine a seconda dell'utilizzo del costo del capitale che si deve effettuare. Il premio per il rischio è determinabile in funzione del tipo di investimento che si intende effettuare e dipende da diversi fattori quali il settore in cui si intende realizzare l'investimento, il paese di riferimento, ecc.



A handwritten signature in black ink, appearing to be "P. M.", is located at the bottom right of the page.

Il coefficiente *Beta*, invece, misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato. Tanto maggiore è il coefficiente *Beta*, tanto maggiore sarà il rendimento atteso dell'attività, perché possiede un maggior grado di rischio non diversificabile. Il coefficiente *Beta* dipende da diversi fattori, tra i quali il settore di attività in cui l'impresa opera, il grado di leva operativa ed il grado di leva finanziaria. In particolare, più la leva operativa è elevata a causa di una forte incidenza dei costi fissi più elevato è il coefficiente *Beta* e, più elevato è il grado di indebitamento più elevato è il coefficiente *Beta*. I *Beta* di settore sono calcolati da società specializzate presenti sul mercato finanziario o si determinano confrontando imprese comparabili per attività e dimensione.

Il calcolo del WACC da utilizzare nel presente parere valutativo è riportato di seguito (Tavola 11).

Tavola 11 – Determinazione del WACC

Calcolo WACC	
Costo del debito al lordo dei benefici fiscali	5,00%
Aliquota fiscale	24,00%
<b>Costo del debito (al netto dell'effetto fiscale)</b>	<b>3,80%</b>
Tasso di interesse per attività prive di rischio	1,00%
Premio per il rischio del mercato azionario	6,00%
Beta (RL)	0,788
Specific Risk Premium	4,00%
<b>Costo del capitale di rischio</b>	<b>9,73%</b>
D/(D+E)	60,00%
E/(D+E)	40,00%
<b>WACC</b>	<b>6,17%</b>

Nel caso di specie, come emerso dall'analisi delle performance economico-finanziarie e patrimoniali del settore di riferimento, le società hanno una struttura finanziaria costituita dal 60% di debiti e dal 40% di *equity*. Attualmente la società SAAPA ha un patrimonio netto negativo, il quale evidenzia una situazione patrimoniale e finanziaria non utilizzabile ai fini del presente lavoro.

Pertanto, è stata utilizzata la struttura finanziaria *target* che è stata assunta pari a quella emersa dal campione di riferimento.

Tenuto conto che la società è una piccola e media impresa, si è considerato nel calcolo del costo dell'*equity* un rischio specifico del 4%.



## 7. La determinazione del valore commerciale di S.A.A.P.A. S.p.A.

La determinazione del valore commerciale di SAAPA viene riportata con riferimento ai seguenti metodi:

1. metodo misto patrimoniale-reddituale;
2. metodo reddituale.

### 7.1 Metodo misto patrimoniale-reddituale.

Tenuto conto dell'obiettivo della presente relazione e dell'oggetto di valutazione, il metodo principale adottato è il metodo misto patrimoniale-reddituale.

I metodi misti determinano il valore dell'azienda combinando, nelle formule utilizzate, elementi di natura sia patrimoniale sia reddituale. Loro caratteristica fondamentale è la ricerca di un risultato finale che contemperi l'obiettività e la verificabilità dei criteri patrimoniali – utilizzando al massimo grado le informazioni più facilmente accertabili, quali il valore del patrimonio netto a valori correnti con l'esigenza di tenere conto sia del livello del reddito atteso che di un giusto grado di remunerazione del capitale investito, attraverso la determinazione di un tasso di riferimento.

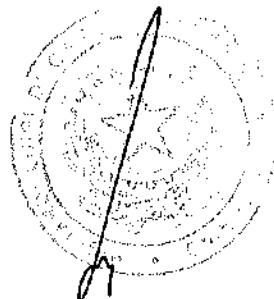
Nel caso di specie si è proceduto a utilizzare la determinazione del valore economico dell'immobile, come stimato dalla perizia del geom. Laganà, per poi calcolare il sovra o sotto reddito rispetto ad un rendimento medio atteso dal mercato e qualificabile in termini di avviamento "positivo" o "negativo".

L'avviamento "positivo" è "l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione delle risorse in un sistema efficiente"<sup>5</sup>.

Nell'ambito delle valutazioni d'azienda, tuttavia, non è infrequente l'individuazione di un avviamento "negativo" denominato anche "*badwill*", che deriva, tra le altre, da condizioni di scarsa redditività in relazione a *benchmark* di settore.

Il *badwill* è il differenziale negativo tra la redditività attesa da un'azienda o un ramo aziendale e i risultati che si ritiene potranno essere ottenuti.

<sup>5</sup> Definizione tratta dall'OIC 24 – Immobilizzazioni immateriali.



A handwritten signature in black ink, appearing to read "Russo", is located at the bottom right of the page.

L'avviamento (o il *badwill*), si ottiene dal valore attuale, al tasso "i", di una rendita annua posticipata e limitata a "n" anni, di termine annuo costante e pari al sovra-teddito (o sotto-teddito), cioè al maggior (minore) reddito che l'azienda produrrà mediamente negli "n" anni successivi rispetto al rendimento normale del settore ( $R_n = K \cdot i$ ), secondo la formula:

$$W = K + (R_n - K \cdot i) \times \text{fattore di attualizzazione}$$

In questo caso:

- $W$  è l'avviamento positivo (*goodwill*) oppure negativo (*badwill*)
- $K$  è il valore economico del capitale;
- $R_n$  è il Reddito prospettico annuo medio-normale;
- $i$  è il tasso di rendimento normale dell'investimento in atto, cioè il tasso di remunerazione del settore in cui opera l'azienda;
- $n$  è il numero di anni per i quali si stima che l'azienda produrrà il citato sovra-teddito.

Come sopra indicato, la determinazione del valore commerciale di SAAPA è calcolato, nel presente parere, attraverso il metodo misto che comporta, tra gli altri, il considerare il valore dell'immobile a valori correnti.

Con riferimento alla consistenza patrimoniale, il sottoscritto ha conferito al geom. Bruno Laganà incarico di determinare il valore dell'immobile che risulta il seguente:

- Euro 27.201.730,00 relativo al complessivo immobile alla data della redazione della perizia;
- Euro 16.191.505,89 relativo al complessivo immobile alla data di scadenza prevista dall'atto Bonomo.

Al fine del presente lavoro si ricorda che come riportato nella perizia del Geom. Laganà: "Il terreno su cui sorge l'immobile pervenne all'A.S.L.7 con atto notaio Gianelli di Torino in data 12/05/1999, registrato a Torino in data 24/05/1999 al n.15941.

- con atto notaio Bonomo del 04/12/2002 rep.27419 l'A.S.L. 7 concedette a titolo di permuta il diritto di superficie per 50 anni alla Società S.I.A.S. ITALIA SpA
  - o Con il medesimo atto Bonomo l'A.S.L.7 acquisì dalla Società S.I.A.S. ITALIA SpA a titolo di permuta l'uso esclusivo per anni 16 di una porzione di mq.1100,61 insistenti:

- *sul Piano Terra per mq.93,11*
  - *sul Piano Interrato per mq.137,50*
  - *con la condizione che la Società S.I.A.S. ITALIA SpA si impegnavano a trasferire con atto la piena proprietà della porzione concessa in uso allo scadere dei 16 anni*
- *Con il medesimo atto Bonomo si stabilì che allo scadere dei 50 anni del diritto di superficie l'A.S.L.7 sarebbe diventata proprietaria dell'intero stabile*
  - *in data 08/06/2008 fu stipulato un contratto di finanziamento soggetto all'applicazione dell'imposta sostitutiva tra la Società S.I.A.S. Spa e "MPS Banca per le Imprese SpA" per l'importo di Euro 29.000.000,00 da restituire entro il 31/12/2041.*
  - *L'immobile pervenne all'attuale proprietà Società S.A.A.P.A. SpA con atto notaio Andrea Ganelli del 25/06/2008 rep.12888 per MUTAMENTO DI DENOMINAZIONE O RAGIONE SOCIALE"*

Nel presente lavoro l'immobile è considerato nella piena disponibilità della SAAPA. La società, infatti, per svolgere la propria attività non può non disporre del bene e qualunque potenziale acquirente richiederà la disponibilità dello stesso alla fine del periodo del diritto di superficie.

Il valore complessivo delle attività operative necessarie è riportato di seguito:

Valore corrente dell'immobile	27.201.730
Valore del Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)	1.270.772
Totale capitale investito operativo <sup>6</sup>	28.472.502

Oltre al valore dell'immobile si è considerato un livello medio di Capitale circolante netto operativo necessario per far funzionare l'attività. Dall'analisi storica dei dati, tale valore è prossimo allo zero; confrontando i dati con il settore, il valore del CCNO medio è circa il 10% del fatturato; nel caso di specie quindi prudenzialmente si è acquisito il valore del 10% del fatturo medio 2022-2023 di SAAPA.

Complessivamente gli investimenti operativi necessari per svolgere l'attività sono assunti pari a Euro 28,472 milioni.

Tuttavia, in ossequio al metodo scelto e motivato nella presente relazione, il valore degli investimenti così ottenuto deve essere rettificato per tener conto delle prospettive reddituali. A tal fine, occorre determinare la remunerazione attesa da parte di un investitore attraverso

<sup>6</sup> Eventuali incrementi nel capitale investito operativo incrementano il *badwill*.



l'utilizzo del costo medio ponderato del capitale che, nel caso di specie, è stato determinato nella misura del 6,17%<sup>7</sup>.

Il costo medio ponderato del capitale deve essere moltiplicato per il valore della attività sopra determinato (Euro 28,472 milioni) per ottenere la remunerazione attesa dagli investimenti operativi.

Tale remunerazione così ottenuta deve essere confrontata con il *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) che la società SAAPA è in grado di generare come previsto a Piano (l'avola 12).

Tavola 12 – Risultato netto prospettico.

	2022	2023	2024*
NOPAT di SAAPA	-134.829,52	507.059,34	507.059,34

\*Il 2024 è assunto proiettato rispetto al valore del 2023

Il NOPAT è stato determinato partendo dall'EBITDA prospettico normalizzato a cui è stato tolto l'ammortamento delle attività materiali al netto della fiscalità sul risultato operativo (pari al 30% del reddito operativo).

Il valore dell'ammortamento è stato così determinato:

▪ Valore corrente dell'immobile:	Euro	27.201.730,00;
▪ Valore residuo:	Euro	(16.191.505,89);
▪ Valore da ammortizzare:	Euro	11.010.224,11;
▪ Vita utile (fino al 2052)	Anni	31;
▪ Ammortamento annuo	Euro	355.168,52.

Il valore ottenuto è riportato di seguito (l'avola 13).

Tavola 13 – Risultato netto prospettico.

	2022 Budget	2023 Piano	2024 Proiezioni
<b>EBITDA</b>	<b>220.339,00</b>	<b>1.079.539,00</b>	<b>1.079.539,00</b>
Ammortamenti materiali	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)
<b>EBIT</b>	<b>(134.829,52)</b>	<b>724.370,48</b>	<b>724.370,48</b>
Imposte	-	(217.311,14)	(217.311,14)
<b>NOPAT</b>	<b>(134.829,52)</b>	<b>507.059,34</b>	<b>507.059,34</b>

<sup>7</sup> Si rinvia al par. 5.5 del presente lavoro per ulteriori dettagli.

Nel caso di specie, la remunerazione attesa è superiore alla remunerazione che SAAPA è in grado di generare e pertanto si genera un avviamento negativo (*badwill*).

Al fine di determinare il *badwill* complessivo occorre individuare un arco temporale prospettico. Tenuto conto della tipologia e dello stato della società (in liquidazione) si assume prudenzialmente un arco temporale prospettico limitato di tre anni. In tale ipotesi, quindi, si ritiene che a partire dal quarto anno la società sarà in grado di tornare ad un margine positivo.

Così operando, si determina un *badwill* complessivo come riportato di seguito (Tavola 14).

Tavola 14 – *Badwill* complessivo.

Valore economico del capitale (K)	28.472.502			
Tasso di rendimento (K <sub>e</sub> )	6,17%			
Rendimento atteso (R = K*K <sub>e</sub> )	1.757.351			
		2022	2023	2024
Rendimento atteso		1.757.351,16	1.757.351,16	1.757.351,16
NOPAT di SAAPA		-134.829,52	507.059,34	507.059,34
<i>Badwill</i> annuo		-1.892.180,68	-1.250.291,82	-1.250.291,82
Tasso <i>free risk</i>		1,00%	1,00%	1,00%
Fattore di attualizzazione		0,99	0,98	0,97
<i>Badwill</i> complessivo attualizzato (B)	4.312.623	-1.873.446,22	-1.225.656,13	-1.213.520,92
Totale complesso (K - B)	24.159.879			

Il *badwill* così ottenuto trova giustificazione nella remunerazione inferiore a quanto un terzo si attenderebbe tenuto conto del rischio di impresa. Nel caso di specie SAAPA possiede un significativo ammontare di investimenti la cui redditività però è assai modesta, come messo in evidenza nell'analisi dei dati consuntivi.

Il *badwill* è coerente con la tipologia di attività svolta dalla società e dalla connessa redditività ottenuta tenuto conto della compagine societaria e dalle attività che sono svolte con finalità di interesse generale e del benessere comune. Pertanto, dal punto di vista strettamente commerciale come richiesto allo Scrivente, la remunerazione che la società genera è negativa se confrontata con un rendimento atteso di mercato.

## 7.2 Metodo reddituale.

Nell'ambito delle imprese la logica di valutazione che si è ormai affermata sia nella dottrina sia nella prassi è quella di considerare come *inputs* significativi i flussi finanziari c/o economici.

La formula per la determinazione del valore dell'impresa è la seguente:

$$EV = \text{FLUSSI ESPLICITI DA PIANO DA ATTUALIZZARE (A)} \\ + \text{VALORE TERMINALE (B) DA ATTUALIZZARE}$$

dove:

EV: *Enterprise Value*

Tali metodi partono dal presupposto che il valore dell'impresa è dato dalla capacità dell'impresa stessa di generare flussi nel periodo previsto a piano oltre al valore terminale (*Terminal Value*).

I metodi basati sui flussi reddituali sono utilizzabili anche qualora non sia presente un piano aziendale ma i valori economici si ottengono dall'estrapolazione dei dati dal conto economico a consuntivo.

Pertanto, nel caso specifico, al fine di addivenire alla valutazione dell'attività commerciale si utilizzano i flussi economici operativi derivanti dal piano redatto dal *management* aziendale.

In dettaglio, i metodi indicati prevedono l'attualizzazione dei flussi economici attraverso la formula di seguito riportata:

$$\text{FLUSSI ESPLICITI DA PIANO (A)} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FLUSSI}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

dove:

- n: periodi esplicitati dal Piano
- $\text{Flussi}_t$ : Flusso economico al tempo t
- WACC: costo medio ponderato del capitale

Nel caso di specie il valore terminale è dato dal valore residuo dell'immobile così come stimato da Perizia Asseverata del geom. Bruno Laganà.

I Principi italiani di valutazione e la Dottrina indicano come necessaria una verifica con un metodo reddituale nel caso si sia utilizzato un approccio valutativo basato su un metodo patrimoniale.

La verifica reddituale ha l'obiettivo da un lato di validare la valutazione effettuata con il metodo patrimoniale e dall'altro di comprendere se il complesso è in grado di generare una adeguata redditività.

Nel caso di specie la SAAPA ha redatto un conto economico previsionale per le annualità 2022 e 2023 che sono state prese come base per la valutazione. I dati alla base del piano sono stati analizzati e commentati nei paragrafi precedenti.

Al fine di comprendere il valore commerciale di SAAPA attraverso il metodo reddituale è necessario calcolare il NOPAT partendo dai dati prospettici forniti dal *management* della società.

Al fine di valutare l'ammontare complessivo funzionante dell'Ospedale Civico occorre tenere in considerazione il valore del fabbricato, essenziale per svolgere l'attività.

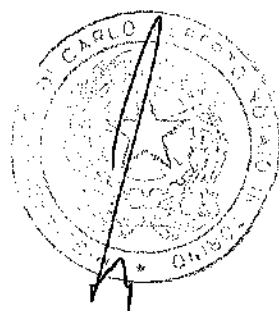
Come sopra riportato, entro il 2052 e fatto salvo diversi accordi, l'immobile rientrerà nelle disponibilità dell'ASL a esecuzione di quanto definito nell'atto Bonomo. L'incarico richiede che si tenga conto anche del valore dell'immobile.

Pertanto, ai fini valutativi con il metodo reddituale si è proceduto come segue:

- si è considerato il NOPAT per gli esercizi 2022 e 2023 come da dati previsionali ricevuti e si è proiettato il flusso del 2024 fino al 2052;
- si è sommato il valore residuo dell'immobile così come determinato dal Geom. Laganà, considerandolo il valore terminale, ossia il valore residuo stimato che il bene avrà nel 2052.

Se il valore (*enterprise value*) così ottenuto è superiore al valore residuo del solo immobile significa che la SAAPA è in grado di realizzare un avviamento positivo mentre se è inferiore significa che i risultati della gestione di SAAPA non sono in grado di generare un avviamento positivo.

I valori sopra citati sono alla base della determinazione dei flussi economici utilizzati per la determinazione dell'*Enterprise value* e sono riportati di seguito (Tavola 15).



A handwritten signature in black ink, appearing to be "P. P. P." or similar.

Tavola 15 – Determinazione del NOPAT (2022-2052).

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	Budget	Piano	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
EBITDA	220.339,60	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00
Ammortamenti materiali	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)
EBIT	(134.828,92)	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48
Imposta	-	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)
NOPAT	(134.828,92)	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34
Discount Period	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Discount Factor	0,94	0,99	0,84	0,79	0,74	0,70	0,66	0,62	0,58	0,55	0,52
NOPAT attualizzati	(126.921,49)	449.819,18	423.659,85	399.040,67	376.043,26	355.024,37	335.416,62	316.033,18	296.777,00	278.593,08	262.380,22

	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
EBITDA	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00
Ammortamenti materiali	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)
EBIT	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48
Imposta	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)
NOPAT	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34
Discount Period	12,0	13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0	21,0
Discount Factor	0,49	0,46	0,43	0,41	0,38	0,36	0,34	0,32	0,30	0,28
NOPAT attualizzati	247.134,81	232.768,13	219.236,03	206.491,75	194.407,77	183.181,82	172.532,73	162.502,89	153.056,11	144.168,61

	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
EBITDA	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00	1.079.539,00
Ammortamenti materiali	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)	(355.168,52)
EBIT	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48	724.370,48
Imposta	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)	(217.311,14)
NOPAT	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34	507.059,34
Discount Period	22,0	23,0	24,0	25,0	26,0	27,0	28,0	29,0	30,0	31,0
Discount Factor	0,27	0,25	0,24	0,22	0,21	0,20	0,19	0,18	0,17	0,16
NOPAT attualizzati	136.778,14	127.884,06	120.450,62	113.448,47	108.853,38	103.641,67	98.791,07	94.280,59	89.990,44	85.882,01

L'Enterprise value è stato determinato attraverso la somma dei NOPAT attualizzati al tasso WACC e del terminal value. Il Terminal Value è stato assunto pari al valore residuo dell'immobile al 2052 come determinato dal geom. Laganà. In tale approccio quindi si assume di mantenere l'attuale livello di redditività fino al 2052.

Così operando, l'Enterprise Value, costituito dall'attualizzazione dei flussi economici per il periodo previsto a Piano ed il Terminal Value, è riportato nella seguente Tavola 16.

Tavola 16 – Enterprise Value di SAAPA.

Flussi attualizzati	6.327.545,74
Valore residuo immobile	16.191.505,89
<b>Enterprise Value</b>	<b>22.519.051,63</b>

L'enterprise value così ottenuto è inferiore rispetto al valore dell'immobile e conferma quanto già emerso dall'utilizzo del metodo patrimoniale misto. Il badwill determinato attraverso il metodo reddituale è pertanto pari a Euro -4.682.678,37.

In altri termini, anche utilizzando un metodo reddituale si conferma la limitata capacità della SAAPA di generare un adeguato livello di remunerazione tenuto conto degli investimenti necessari per ottenere suddetta remunerazione.

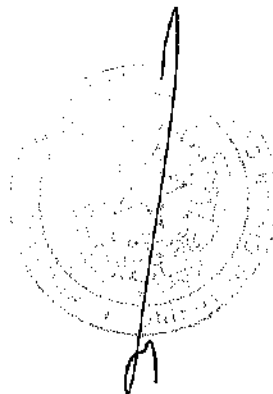


Anche dall'analisi del settore emerge come il fatturato di SAAPA rispetto al valore degli *asset* necessari per svolgere l'attività sanitaria non sia in grado di generare una sufficiente marginalità, il che rende negativo il valore commerciale della società stessa.

### 7.3 *Sensitivity analysis.*

A titolo di *sensitivity* si segnala che:

- incrementi nelle immobilizzazioni o delle attività operative, a parità di marginalità attuale, alimenta negativamente il valore commerciale della SAAPA;
- un incremento dei tassi di interesse si riflette sulla necessità di una maggiore remunerazione e, a parità di margini di SAAPA, alimenta negativamente il valore del *badwill* sopra determinato;
- un incremento della marginalità oltre il periodo di piano fornito dalla società per effetto, ad esempio, di un *mix* di servizi offerti verso quelli a maggior marginalità, ridurrebbe il valore negativo. A seconda dell'incisività delle azioni poste in essere, l'avviamento evidenziato da negativo potrebbe diventare positivo.



## 8. Conclusioni.

Il sottoscritto è stato incaricato di redigere una *“valutazione commerciale della Società Assistenza Acuzie e PostAcuzie - S.A.A.P.A. S.p.A. in liquidazione* (di seguito anche “Società” o anche “S.A.A.P.A.”) *comprensivo dell’immobile in cui si svolge l’attività”*. La valutazione pertanto non considera né tantomeno mette in discussione l’elevato interesse pubblico e il beneficio alla comunità della struttura in oggetto, ma vuole rispondere all’incarico ricevuto in termini di valutazione esclusivamente commerciale dell’attività, comprensivo dell’immobile.

Con riferimento alla valutazione dell’immobile, si riportano le conclusioni della Perizia Asseverata del Geom. Laganà (Allegato 1):

*Valore dell’immobile deprezzato Euro 32.383.011,78 x 0,84 = Euro 27.201.730,00*

Con riferimento, invece, all’attività commerciale della SAAPA, le metodologie riportate nei paragrafi precedenti, l’analisi storica e del mercato di riferimento, hanno messo in evidenza un valore negativo derivante dalla contenuta redditività derivante dalla gestione, che è stato determinato con modalità differenti riportate nei paragrafi precedenti.

In altri termini, sulla base dei dati forniti dal *management* della società, tenuto conto del *mix* in termini di utilizzo dei posti letto per le diverse aree definite dall’accreditamento regionale, la gestione della SAAPA allo stato attuale non genera un’adeguata redditività, dal punto di vista economico-aziendale, in relazione al capitale investito necessario per lo svolgimento dell’attività stessa; il tutto, alle condizioni attuali di utilizzo.

Il *badwill* è compreso in un *range* di Euro -4.312.623 (metodo misto) che parte dal presupposto che dal quarto anno la società torni a generare una marginalità superiore a quella attesa in linea con un rendimento normale del capitale, ed Euro -4.682.678,37 (metodo reddituale) che vede il protrarsi del mantenimento della marginalità attuale al 2052 ma con al termine del periodo il valore di realizzo dell’immobile così come stimato dal Geom. Laganà a tale data.

In definitiva, con riferimento al solo immobile i valori sono i seguenti secondo quanto indicato dal geom. Laganà:

*“Basandoci sulla durata del diritto di proprietà superficaria stabilita con atto pubblico not. Bonomo in anni 50, in corrispondenza ad essi il coefficiente da*

*applicare è 60; pertanto Euro 25.645.181,13 x 1,25% = Euro 320.564,76 (incremento applicando il tasso legale 2022)*

*Euro 320.564,76 x 60 = Euro 19.233.885,60 proprietà superficiaria*

*Euro 25.658.181,13 - Euro 19.233.885,60 = Euro 6.424.295,53 proprietà dell'area"*

Considerando, invece, il valore complessivo dell'immobile e dell'avviamento commerciale, che è negativo nel caso della SAAPA, così come ampiamente argomentato nei paragrafi precedenti, è il seguente:

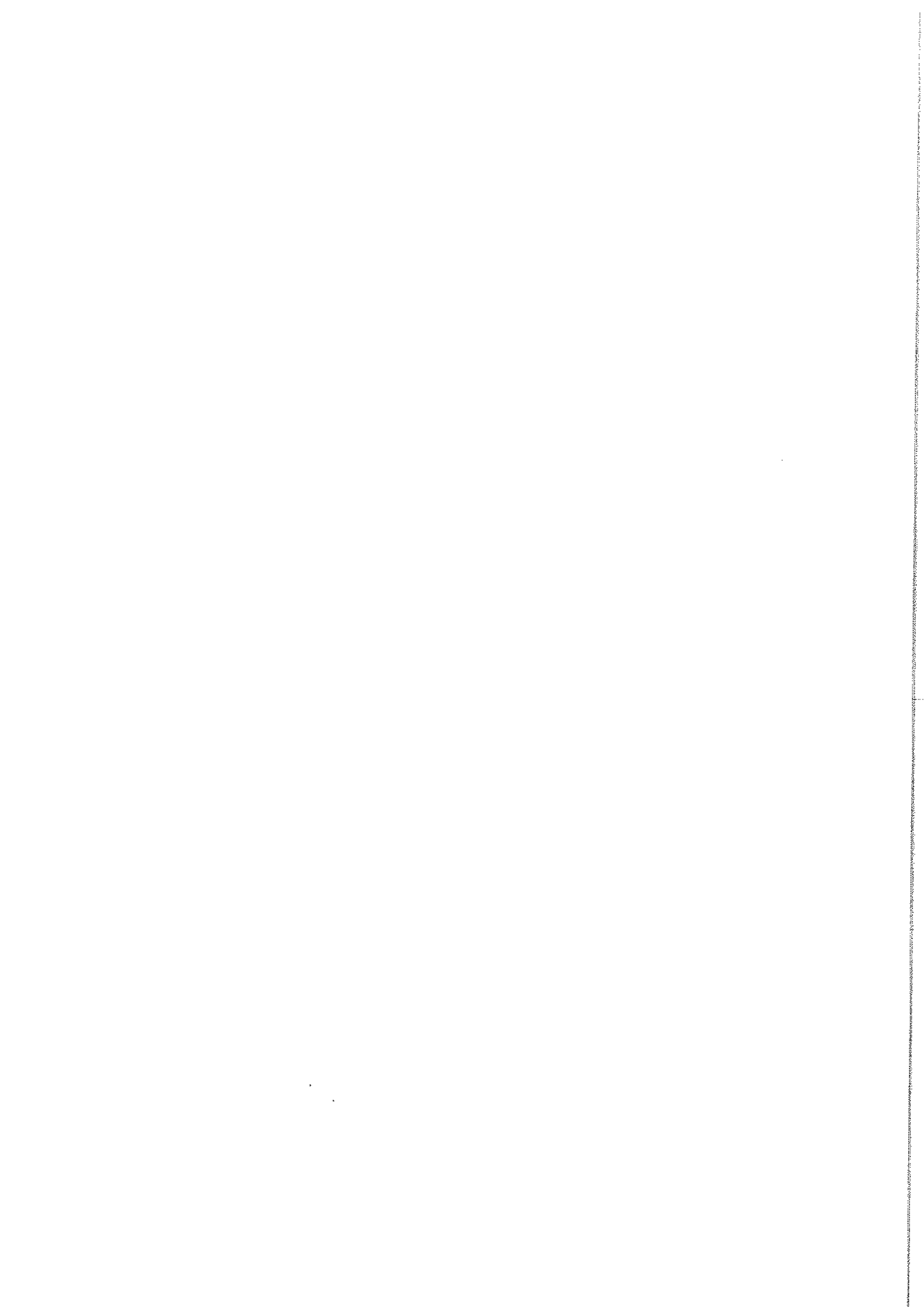
<i>Enterprise value (metodo misto)</i>	Euro 24.159.879
<i>Enterprise value (metodo reddituale)</i>	Euro 22.519.052

In considerazione della complessità del parere valutativo e delle incertezze insite nelle previsioni si rinvia ai singoli paragrafi per una disamina approfondita dei diversi aspetti trattati e delle motivazioni alla base delle valutazioni stesse.

Torino, 4 agosto 2022.

Prof. Dott. Alain Devalle





Repertorio numero 37.768

VERBALE DI ASSEVERAZIONE

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventidue il quattro agosto, in Torino, nel mio studio in via A. Avogadro n. 16.

Innanzi a me dott. Luigi MIGLIARDI, notaio in Torino, iscritto al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e Pinerolo, è presente il dottor

DEVALLE Alain, nato a Torino il 27 agosto 1978, associate partner dello studio RLVT in Torino, via Avogadro n. 12/A, Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Torino, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Torino, nonché nel registro dei Revisori Contabili al n. 144420.

Detto comparente, della cui personale identità io notaio sono certo, mi presenta la relazione di valutazione commerciale, comprensiva dell'immobile in cui si svolge l'attività, della "S.A.A.P.A. S.P.A. IN LIQUIDAZIONE", con sede in Settimo Torinese, via S. Cristina n. 3, capitale di euro 136.505,00 versato, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Torino 08507160011, numero R.E.A. TO-978867, indirizzo P.E.C. amministrazione@cert.ospedalesettimo.it, chiedendomi di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco il comparente, il quale presta il giuramento di rito pronunciando la formula "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni affidatemi e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità."

Io notaio ho redatto questo verbale dattiloscritto nei modi di legge e da me letto al comparente, che lo conferma e con me si sottoscrive.

Occupi una facciata di un mezzo foglio:

*Alain Devalle*

*Luigi Migliardi*



