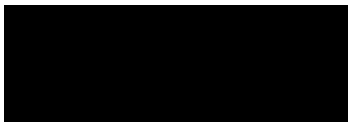


Perizia di stima del valore economico  
della Società al 31.12.2022 e  
del ramo aziendale di Onara di Tombolo  
(PD) al 30.06.2023



## INDICE

1. PREMESSA: L'INCARICO .....	2
2. FINALITÀ DELLA PRESENTE PERIZIA .....	3
3. DATA DI RIFERIMENTO .....	3
4. BASE DOCUMENTALE .....	4
5. IPOTESI E LIMITI .....	6
6. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE .....	6
7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA .....	7
7.1.    Metodi patrimoniali .....	9
7.2.    Metodi reddituali .....	11
7.3.    Metodi misti .....	13
7.4.    Metodi Finanziari .....	15
7.5.    Metodi di valutazione di Private Equity .....	18
8. IL METODO ADOTTATO .....	21
8.1.    La documentazione utilizzata .....	22
8.2.    La valutazione di [REDACTED] con il Metodo dei Multipli .....	24
9. CONCLUSIONI .....	28

## 1. Premessa: l'incarico

[OMISSIS]

Il Liquidatore, nell'ambito delle proprie attività, ha incaricato il sottoscritto, dott. Renato Bogoni, [REDACTED]

[REDACTED], con Studio in [REDACTED]

[REDACTED], iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di [REDACTED] al numero [REDACTED] iscritto al Registro dei Revisori Legali al numero [REDACTED] con provvedimento del 26 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 32BIS del 28 aprile 1995, di procedere alla redazione di una relazione esprimente il valore economico della società [REDACTED] in liquidazione.

Più precisamente, lo Scrivente è chiamato a fornire una stima del valore economico, o *Enterprise Value*<sup>1</sup>, de:

- [OMISSIS];
- il solo ramo aziendale di Onara di Tombolo (PD) alla data del 30 giugno 2023;

[OMISSIS].

Il sottoscritto, in adempimento all'incarico conferitogli, previo esame preliminare della documentazione contabile ed amministrativa, delle risultanze delle attività peritali aventi ad oggetto i beni mobili e il magazzino di proprietà di [REDACTED] e avuto riguardo alle notizie raccolte dal Liquidatore, *in primis*, dal Dott. [REDACTED] (collaboratore del Liquidatore), nonché dalla Società, a seguito di plurimi incontri e sopralluoghi (tenutisi esclusivamente presso la sede principale di Onara di Tombolo (PD)), espone la seguente relazione di stima.

---

<sup>1</sup> [OMISSIS]

## **2. Finalità della presente perizia**

In conformità all'incarico conferitogli e citato in premessa, per lo Scrivente si rende necessario procedere alla predisposizione di una perizia di stima avente ad oggetto:

- (i) [OMISSIS];
- (ii) il valore economico (*Enterprise Value*) attribuibile al solo ramo aziendale sito in Onara di Tombolo (PD) – dettagliatamente definito nel proseguo – con riferimento alla data del 30 giugno 2023.

I bilanci, i *report* e tutti gli altri documenti contabili comunque messi a disposizione da parte del Liquidatore e della Società sono qui assunti come elementi fondanti della presente valutazione. Tali dati, pertanto, vengono ragionevolmente assunti come attendibili e significativi, seppur con i limiti di cui si dirà nel proseguo della presente relazione.

## **3. Data di riferimento**

Riguardo alla data di riferimento della presente valutazione, come anticipato al paragrafo che precede, si precisa che:

- (i) [OMISSIS];
- (ii) per la stima del valore economico del ramo aziendale sito in Onara di Tombolo (PD), la data di riferimento è quella del 30 giugno 2023, rispetto alla quale sono state fornite allo Scrivente informazioni aggiornate da parte del Liquidatore, inclusa una simulazione del risultato economico potenziale dell'esercizio 2023 attribuibile al ramo in ipotesi di continuità, ossia depurato di tutti i costi straordinari gravanti sulla Società per effetto della procedura di liquidazione in essere, predisposto con l'ausilio di un consulente storico di [REDACTED]

#### **4. Base documentale**

I dati, i documenti e le informazioni su cui la presente perizia si basa sono stati ottenuti direttamente dal Liquidatore nonché da dipendenti della Società e da suoi consulenti esterni.

In particolare, sono stati assunti alla base del presente lavoro:

- la visura camerale della società [REDACTED] del 18 maggio 2023;
- la visura storica della Società del 5 maggio 2023;
- l'atto costitutivo e lo Statuto della Società del 24 febbraio 2015;
- copia dei bilanci depositati relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2019 e al 31 dicembre 2020;
- situazioni contabili (economiche e patrimoniali) dettagliate al 31 dicembre 2020, 2021 e 2022;
- situazioni contabili (economiche e patrimoniali) dettagliate al 31 dicembre 2023 e al 30 giugno 2023;
- valorizzazione del magazzino alla data del 31 dicembre 2022 e del 30 giugno 2023;
- prospetti gestionali sintetici relativi agli esercizi 2021 e 2022, con separazione della quota di fatturato e relativi costi attribuibili al ramo aziendale di Onara di Tombolo e di quelli attribuibili al ramo aziendale di Cesano Maderno;
- i prospetti economici per l'esercizio 2023 relativi al solo Ramo di Onara predisposti da un consulente storico della Società;
- copia della documentazione relativa ad alcuni contenziosi attualmente in essere;
- relazione di stima di beni mobili strumentali e magazzino di [REDACTED]

predisposti dal geom. Stefano Bettin, all'uopo incaricato dal Liquidatore, afferenti la sola sede di Onara di Tombolo<sup>2</sup>. Al riguardo, si precisa che i criteri di valutazione in base ai quali il perito ha effettuato le proprie valutazioni sono:

- per quanto riguarda i **beni mobili strumentali**: (i) un criterio di **liquidazione** che tiene conto dei maggiori costi necessari per lo smontaggio, trasporto, assemblaggio, programmazioni e collaudi per la messa in funzione degli impianti in altre sedi; (ii) un criterio **sul posto** o in continuità aziendale degli impianti e delle attrezzature generiche, collegato anche al fatto che i beni sono già configurati, adatti, settati e gestiti per l'attività svolta dalla Società;
- per quanto riguarda il **magazzino**: (i) un criterio di **continuità diretta**, condizione corrispondente all'ipotesi di mantenere completamente attiva la normale continuità aziendale con l'utilizzo delle medesime attuali organizzazioni e strutture commerciali della Società, anche con l'utilizzo delle medesime sedi immobiliari; (ii) un criterio di **completa liquidazione**, condizione corrispondente alla totale dismissione dell'attività con liquidazione degli articoli di magazzino, tramite una vendita a stock dell'intero compendio commerciale o di parti consistenti di esso.

Dati e informazioni sono stati utilizzati ai fini della presente relazione di stima così come predisposti e comunicati, sul fondamento della loro completezza, esattezza e certezza.

Ulteriori informazioni sono state richieste ed acquisite presso banche dati pubbliche o private di cui lo Scrivente dispone in licenza.

---

<sup>2</sup> [OMISSIS].

## 5. Ipotesi e limiti

[OMISSIS]

## 6. La società oggetto di valutazione

[OMISSIS]

\*

[OMISSIS]

Successivamente, lo Scrivente procederà nella determinazione del valore economico del solo ramo aziendale di Onara di Tombolo in una prospettiva di prosecuzione dell'attività imprenditoriale incentrata sulla produzione conto terzi e sulla commercializzazione di prodotti destinati al settore civile, ossia delle attività che storicamente vengono realizzate e gestite direttamente dalla sede padovana. A tal fine, il Ramo di Onara si considera costituito da:

- (i) cespiti e beni mobili strumentali di proprietà di [REDACTED] presenti presso la sede di Onara;
- (ii) rapporti commerciali con i principali clienti appartenenti alle divisioni del conto lavoro e del commercializzato civile, i cui rapporti venivano gestiti direttamente dal personale presente presso gli uffici di Onara;
- (iii) eventuali contratti di fornitura di beni con i fornitori ritenuti strategici;
- (iv) giacenze di magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti presenti nel solo stabilimento di Onara e quantificati nella loro consistenza alla data di efficacia della eventuale cessione del Ramo di Onara;
- (v) rapporti di lavoro subordinato con un numero definito di dipendenti e, eventualmente, le relative passività (es. TFR, ratei ferie, permessi) maturate fino alla data di efficacia della eventuale cessione.

[OMISSIS]

Si premette che la valutazione del Ramo di Onara al 30 giugno 2023 è fondata sulla possibilità di valorizzazione dello stesso nell'ottica di una ripresa del business anche a seguito del concretizzarsi della cessione del ramo stesso; alternativamente, non rimarrebbe che l'ipotesi della liquidazione dell'intero compendio aziendale, il che comporterebbe una sensibile riduzione del valore dell'attivo ricavabile, da destinare dapprima al soddisfacimento dei creditori e, solo in misura residuale, ai soci.

Si precisa che nella valutazione del Ramo di Onara non viene qui considerato l'aspetto finanziario ovvero, nel processo valutativo, non si terrà conto di crediti e debiti commerciali, né di disponibilità liquide e debiti verso banche o altri finanziatori, considerato che si tratta di attività/passività che non rientrano nel compendio aziendale che sarà oggetto di cessione.

#### **7. La scelta del metodo di valutazione secondo i criteri di natura aziendalistica**

[OMISSIS].

È tuttavia evidente che la valutazione di qualsiasi azienda comporta l'adozione di specifiche formule matematiche, basate su dati di natura contabile, integrate dall'analisi di altre informazioni non attinenti alla contabilità in senso stretto, come sarà illustrato nel prosieguo.

Vale comunque premettere che il processo valutativo non può risolversi altresì in una mera ed asettica applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extracontabili; questa regola generale vale soprattutto nella scelta delle variabili che concorrono alla determinazione del risultato.

Tale scelta risente necessariamente di una certa soggettività, legata a sua volta all'esperienza maturata dal perito in questo specifico settore professionale.



Nell'ottica valutativa, va poi tenuto conto non solo della realtà in cui l'azienda opera, ma anche delle basi teoriche che la più avanzata dottrina ha elaborato in materia, condivise dalla prassi consolidata, le quali esprimono generalmente alcune caratteristiche comuni di rilievo:

- razionalità, in quanto la valutazione viene definita sulla base di un processo logico rigoroso e condivisibile;
- dimostrabilità, in quanto le grandezze sottostanti al processo valutativo vengono prescelte in funzione del grado di probabilità nella loro futura manifestazione e presentano per ciò stesso una sostanziale credibilità;
- neutralità, intendendosi come tale l'assenza di scelte arbitrarie e soggettive in grado di condizionare immotivatamente i risultati della stima;
- stabilità, intesa come mancata considerazione di eventi provvisori, eccezionali o comunque non ripetibili.

Sulla scorta di ciò, la dottrina e la prassi professionale hanno elaborato varie metodologie di stima che presentano, talvolta in misura diversa, le predette caratteristiche. Ci si riferisce, in particolare, ai metodi analitici di tipo patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-reddituali, reddituali, finanziari, di *private equity* e a quelli empirici. In generale, la migliore dottrina e prassi assumono che nella valutazione del capitale economico delle aziende o di rami d'azienda non esiste una metodologia valida in assoluto, ma metodologie diverse in relazione alla finalità della stima ed ai profili caratteristici dell'entità oggetto di valutazione.

In particolare, le metodologie di valutazione normalmente utilizzate prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della clientela, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile dell'entità oggetto di analisi.

Infatti, occorre ribadire che, per la definizione del valore congruamente attribuibile ad un'azienda o ad un complesso di beni sottesi da una partecipazione sociale, la dottrina economico-aziendale e la pratica professionale hanno messo a punto diversi procedimenti, aventi contenuto:

- patrimoniale;
- reddituale;
- misto;
- finanziario;
- metodi di valutazione di *private equity*.

Tali metodi sono usualmente applicati ad un'azienda ovvero ad un ramo aziendale; taluni di questi metodi possono ragionevolmente reputarsi estensibili nel caso di specie.

### **7.1.    *Metodi patrimoniali***

Per quanto riguarda i metodi patrimoniali, la loro caratteristica peculiare è il fondarsi su di un principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Si tratta, in altri termini, di determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica a quella cui si riferisce la valutazione.

Non si tiene conto, invece, della redditività prospettica del capitale, ammettendo implicitamente che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

Tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili. Solitamente, infatti, quale primo passo metodologico si assume come valore di

partenza il capitale netto contabile, desunto dalle rilevazioni contabili sistematiche alla data della valutazione.

Il secondo passo metodologico consiste nel procedere ad una revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, allo scopo di verificare la correttezza sostanziale delle singole poste, vale a dire la loro rispondenza ai “corretti principi contabili” che presiedono alla redazione del bilancio d’esercizio e delle situazioni infrannuali.

Un ulteriore ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni anzidette.

Da ultimo, occorre procedere all’accertamento delle perdite detraibili e degli oneri fiscali potenziali connessi alle elaborazioni precedenti.

Mentre gli elementi passivi del patrimonio sono sempre tutti presi in considerazione, gli elementi attivi sono variamente trattati. Sotto questo punto di vista è possibile distinguere tra:

- *metodi patrimoniali semplici*, che comprendono all’attivo solo i beni materiali e gli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.);
- *metodi patrimoniali complessi*, che mirano ad attribuire un valore anche agli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all’intero complesso aziendale, sempreché risultino apprezzabili con qualche fondamento.

Tra i metodi patrimoniali complessi è possibile distinguere, ulteriormente, tra:

- *analitici*, cioè con valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali;
- *empirici*, cioè con valorizzazione di beni immateriali basata su parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato. Questi risultano ammissibili solo se le osservazioni empiriche sono ripetute e riferite ad aziende

omogenee; deve inoltre esistere una corrispondenza di massima tra valore così individuato ed attese reddituali dell'azienda.

Generalmente i metodi patrimoniali, alla luce della "staticità" degli elementi presi a fondamento, sono principalmente utilizzati per la stima di società immobiliari di gestione e per le holding di mera partecipazione: società, cioè, caratterizzate dall'assenza di una gestione operativa e connotate più che altro dal godimento statico di *asset*.

## **7.2. Metodi reddituali**

L'idea generale che ispira tutti i metodi reddituali è che il valore dell'azienda/*asset* dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Il valore dell'azienda (*W*) è perciò concepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (*R*):

$$W = f(R).$$

Si tratta, basilarmente, di una funzione di capitalizzazione, nel senso che la grandezza *W*, per ipotesi universalmente accolta, si suppone formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Tale funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano (i) di durata indefinita, (ii) di durata limitata nel tempo, oppure (iii) legati alla vita di una persona. Quando l'ipotesi accolta è la prima, la formula per la determinazione del valore si esprime con:

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

in cui:

*R* = reddito medio normale atteso;

*i* = tasso di capitalizzazione.

Nel caso di orizzonte temporale limitato, la configurazione della formula valutativa è quella relativa all'attualizzazione di una rendita annua della durata di  $n$  anni:

$$W = R a_{n|i}.$$

Il ricorso alla soluzione della durata illimitata è generalmente quella più frequentemente utilizzata; mentre quella della durata limitata è utilizzata solo nei casi in cui circostanze obiettive consentano di individuare un limite alla vita economica dell'azienda.

Dal punto di vista pratico, un primo problema da affrontare relativamente all'applicazione dei metodi reddituali riguarda la stima del reddito medio atteso, in quanto si basa sulla definizione di eventi futuri in parte imprevedibili.

A tale riguardo, i criteri di previsione più comunemente utilizzati sono i seguenti:

- *metodo dei risultati storici* che suppone la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti;
- *metodo di proiezione dei risultati economici* con cui si proiettano i risultati storici nel futuro in funzione del probabile comportamento di alcune variabili;
- *metodo dei risultati programmati* che si basa sui risultati economici espressi nei piani e nei programmi aziendali;
- *metodo dell'innovazione* che si basa sull'assunzione di una serie di condizioni di gestione futura, giudicate probabili anche se non ancora sperimentate, e sulla conseguente valutazione delle prospettive in termini di reddito.

Nella pratica, si possono comunque adottare procedimenti che tengano in considerazione, e quindi utilizzino insieme, due o più dei metodi sopra esposti. Inoltre, va tenuto conto del fatto che, in tempi di inflazione, la valutazione del tipo reddituale esige l'adozione di opportune cautele metodologiche che incidono sulla

sostanza dei criteri innanzi presentati.

Un secondo problema relativo all'adozione dei metodi reddituali concerne la scelta dei tassi di attualizzazione per la quale il criterio generalmente preferito è quello cosiddetto del "tasso opportunità", che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto, a parità di rischio, da investimenti alternativi.

### **7.3. Metodi misti**

Gli approcci "misti" abbinano congiuntamente i criteri informativi delle stime patrimoniali e reddituali viste in precedenza.

La valutazione, cioè, si basa sulla contemporanea ponderazione dell'assetto patrimoniale dell'azienda (elemento di obiettività e verificabilità) e della sua presumibile redditività futura (che, da un punto di vista concettuale, è elemento essenziale nella definizione del valore dell'azienda).

Tali metodi si prestano ad essere utilizzati in quelle realtà connotate sia da una significativa componente patrimoniale sia da una non irrilevante componente reddituale; in tal modo, si valorizza l'azienda in una prospettiva sia "statica" sia "dinamica", combinando il valore dei beni "fissi" ai redditi prospettici, offrendone una prospettiva maggiormente oggettiva.

Le metodologie di tipo misto principalmente adottate sono due:

- *metodo del valore medio*, secondo il quale il valore dell'azienda è dato dalla media aritmetica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale e del valore di attualizzazione del reddito medio prospettico che si presume di ottenere, si esplica con la formula:

$$W = \frac{(K + R/i)}{2}$$

in cui:

$i$  = tasso di capitalizzazione;

$K$  = capitale netto rettificato a valori correnti, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice;

- *metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito* (o della stima autonoma dell'avviamento), che gode di ampio credito anche a livello internazionale. Il valore aziendale viene determinato sommando il valore corrente dell'aggregato patrimoniale a quello attribuibile all'avviamento, distintamente considerato. In sintesi:

$$W = K + (R - i * K)a_n i'$$

in cui:

$i$  = tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato;

$n$  = durata in anni del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale (sovrareddito o carenza di reddito);

$i'$  = tasso di attualizzazione del divario medesimo (va inteso, a differenza di « $i$ », come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e si collega a parametri finanziari "senza rischio").

Il secondo addendo rappresenta, quindi, il valore attribuibile all'avviamento, che viene calcolato mediante l'attualizzazione del divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito.

I motivi che inducono ad accogliere l'ipotesi della durata temporanea del divario di reddito possono essere individuati (con riferimento all'avviamento positivo) nell'incertezza che caratterizza, in generale, la permanenza dei fattori di avviamento.

Se anche la condizione di reddito eccedente la norma dovesse protrarsi, è ragionevole ritenere che, al di là di un certo numero di anni, essa sia dovuta alle capacità e all'impegno del management.

Peraltro, essendo l'azienda atta a perdurare nel tempo, secondo il noto "*going concern principle*", potrebbe risultare metodologicamente più corretto, in talune circostanze di estrema stabilità di mercato e negli assetti aziendali, adottare una formula che preveda la capitalizzazione perpetua del sovrareddito, nei seguenti termini:

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i}$$

#### **7.4. Metodi Finanziari**

Tra i sistemi di valutazione delle aziende in esercizio vengono ricompresi, solitamente, anche i metodi di tipo finanziario, fondati sul concetto generale secondo cui il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro al netto dell'indebitamento finanziario (essi, dunque, si ispirano al criterio di stima economica di un generico investimento).

Più nel dettaglio, vale precisare che il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow* - DCF) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività.

Peraltro, il flusso può essere rappresentato non solo dal *cash flow* ma anche dai dividendi (*Dividend Discount Model* - DDM).

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Il principio fondamentale del processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa è quello della determinazione di tali flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione.

Le due opzioni possibili sono:



- (i) flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi *levered*) attualizzati utilizzando le formule proprie del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM);
- (ii) flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi *unlevered*) attualizzati utilizzando il *Weighted Average Cost of Capital* (wacc).

Il metodo *unlevered discounted cash flow* consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali *asset*. In specie, l'*unlevered free cash flow*, si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa (al lordo degli interessi passivi e dei dividendi distribuiti, come pure delle variazioni delle poste finanziarie e di patrimonio netto). Tale metodo è sintetizzato dalla formula:

$$W = van (FCF) - D$$

dove:

$van (FCF)$  = valore attuale netto dei flussi di cassa della gestione operativa;

$D$  = indebitamento finanziario netto.

Aspetti fondamentali e particolarmente delicati di questo metodo valutativo sono:

- (i) la stima dei flussi di cassa operativi che verranno generati dalle future gestioni;
- (ii) la stima di un "*terminal value*", ovvero di un valore residuo al termine del periodo considerato;
- (iii) la scelta del tasso di attualizzazione, che deve comprendere anche una componente di rischio tale da remunerare l'ipotetico investimento. Su questi aspetti vi sarà modo di tornare *infra*.

Il metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti (*levered*) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i tassi.

Come detto il tasso da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa dipende da tipo di flusso utilizzato (*levered* o *unlevered*).

Nel primo caso (*levered*) deve essere utilizzato solo il CAPM. Il costo del capitale proprio coincide con il rendimento richiesto dagli investitori ed è così determinato:

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

$K_e$  = Costo dei mezzi propri;

$R_f$  = rendimento delle attività prive di rischio (solitamente pari al tasso di rendimento dei BTP a 10 anni);

$\beta$  = Beta di settore (coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile);

$R_m - R_f$  = *market risk premium* (premio per il rischio aziendale).

Conseguentemente, il *wacc* è determinato come la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia debiti, capitale azionario ecc.

$$Wacc = K_e * \frac{E}{(E + D)} + K_d * \frac{D(1 - t)}{(E + D)}$$

$K_e$  = costo dei mezzi propri (CAPM);

$E$  = *equity* (patrimonio netto);

$D$  = totale indebitamento;

$K_d$  = costo del capitale di debito;

$t$  = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi.

Il metodo finanziario fa coincidere il valore dell'*asset* con il valore attuale dei flussi di cassa attesi. I metodi possono essere suddivisi in tre principali raggruppamenti:

- *metodi finanziari analitici*: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico e in altre parole sino al termine della durata dell'azienda. Si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi;

- *metodi finanziari sintetici*: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo;
- *metodi finanziari analitici con terminal value*: il metodo analitico con *terminal value* è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 3 e i 5 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale quindi è dato dalla somma dei flussi di cassa e dal *terminal value*.

Quest'ultimo si può calcolare o con la valorizzazione perpetua dei flussi di cassa o con le metodologie dei coefficienti di mercato (multipli). Il *Terminal Value (TV)* normalmente è stimato utilizzando la formula sintetica di Gordon:

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(Wacc - g)}$$

con  $g$  = tasso di crescita costante perpetuo dei flussi.

### **7.5. Metodi di valutazione di Private Equity**

Con riferimento alle operazioni di *private equity*, poi, in aggiunta ai metodi di valutazione poc'anzi analizzati, gli operatori ricorrono sovente anche a criteri del tipo:

- metodo dei multipli;
- metodo del *Price/Earnings*;
- il *Venture Capital Method*.

Tali metodi si differenziano dalle valutazioni teoriche e dai metodi valutativi generalmente utilizzati in quanto sono basati su dati il più possibile reali e verificabili. In particolare, la valutazione per multipli dell'*enterprise value* (EV) può essere fatta in relazione a:

- il fatturato (*sales*);
- il margine operativo lordo (EBITDA);
- risultato operativo (EBIT).

In particolare, i metodi di valutazione dei multipli fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

In proposito, la valutazione d'azienda trae origine dai dati risultanti dalle quotazioni di borsa relative a un campione adeguatamente rappresentativo e comparabile di società negoziate sui mercati regolamentati.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di performance aziendale quali il fatturato, gli utili netti, i dividendi o di misure contabili (patrimonio netto contabile o *Book Value*).

Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritengano essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Il metodo dei multipli, cui si è appena fatto cenno, è basato sul principio per cui il valore della azienda è dato dal prodotto del moltiplicatore per la variabile aziendale

prescelta. In proposito, esistono due diverse tipologie di moltiplicatori, “*equity side*” e “*asset side*”.

I moltiplicatori “*equity side*” pongono al numeratore il prezzo (P), come risulta dal mercato borsistico, mentre al denominatore una delle seguenti variabili aziendali:

- $E = \text{utile netto (come risulta dall'ultimo bilancio di esercizio o sulla base dei dati prospettici o in corso di formazione);}$
- $FCFE = \text{utile netto} + \text{ammortamenti} - \text{investimenti di mantenimento (per manutenzioni e conservazione del capitale fisso);}$
- $BV = \text{Book Value (patrimonio netto contabile);}$
- $NAV = \text{Net Asset Value (patrimonio espresso a valori di rimpiazzo);}$
- $D = \text{dividendi.}$

I moltiplicatori “*asset side*” pongono, invece, al numeratore la differenza tra il valore di mercato del patrimonio netto e l’indebitamento finanziario netto (debiti – liquidità) che, a sua volta, assume il nome di *Enterprise Value* (EV), mentre al denominatore viene inserita una delle seguenti variabili aziendali:

- $a) EBIT = (\text{ricavi operativi} - \text{costi operativi});$
- $b) EBITDA = MOL = (EBIT + \text{ammortamenti});$
- $c) NOPAT = EBIT * (1-t) \text{ con } t = \text{aliquota fiscale};$
- $d) UFCF = EBITDA - \text{investimenti di mantenimento};$

Per *Enterprise Value* si considera la somma del valore del cento per cento dell’*equity* più il debito finanziario indicato come Posizione Finanziaria Netta:

$$EV = \text{valore } 100\% \text{ equity} + \text{PFN}$$

Il valore così ottenuto va rapportato al fatturato, all’EBITDA oppure all’EBIT per

ottenere il multiplo in questione. Ne consegue che lo “*Shareholders Value*” è dato da:

$$SV = \text{EBITDA (o altro indice)} \times \text{multiplo} - \text{PFN}$$

La posizione finanziaria netta viene sottratta quando è positiva (indebitamento finanziario netto) e aggiunta quando è negativa (disponibilità liquide e crediti finanziari maggiori dell’indebitamento finanziario).

## **8. Il metodo adottato**

In linea di principio, la scelta del metodo di valutazione che in concreto il perito deve operare è evidentemente correlata alle caratteristiche proprie tanto dell’impresa considerata, quanto del settore in cui essa opera. Inoltre, le stesse finalità sottese alla predisposizione della valutazione possono indurre a prediligere un criterio piuttosto che un altro.

Nel presente caso la valutazione effettuata, in particolare con riferimento al Ramo di Onara al 30 giugno 2023, va condotta e assume rilevanza in riferimento a una potenziale futura cessione dello stesso sul mercato. La stima, di conseguenza, non potrà assumere come fine la determinazione del valore prudenzialmente attribuibile al complesso aziendale, come avviene nelle valutazioni previste dagli artt. 2343, 2343-bis e 2498 c.c., ma deve riflettere il presumibile valore di mercato di quest’ultimo, individuando un valore che possa costituire un riferimento in termini di congruità di prezzo, per uno scambio del bene oggetto di stima.

[OMISSIS]

Nella scelta del metodo di valutazione lo Scrivente ha considerato che, trattandosi di un’azienda industriale, non si può prescindere totalmente dalla componente

reddituale o finanziaria. Al contempo, si rileva come a seguito dei contrasti insorti tra i soci, causa del provvedimento di scioglimento e liquidazione emesso dal Tribunale di Venezia e dei successivi sviluppi, la [REDACTED] attualmente esistente sia una realtà completamente diversa rispetto alla società riconosciuta a livello nazionale, nel proprio settore, fino al 31 dicembre 2022 e dalle ottime performance economico-finanziarie. Condizione, quest'ultima, che rende particolarmente complesso determinare i flussi reddituali o finanziari da assumere nella valutazione del Ramo di Onara al 30 giugno 2023.

[OMISSIS]

Ai fini della presente valutazione, lo Scrivente ritiene che, con l'utilizzo del metodo dei multipli di mercato basato, in particolare, sul moltiplicatore dell'EBITDA, il valore del magazzino sia implicitamente già considerato nella stima.

#### **8.1. La documentazione utilizzata**

[OMISSIS]

Diversamente, per quanto concerne la valutazione del solo Ramo di Onara al 30 giugno 2023, per effetto degli avvenimenti societari intercorsi negli ultimi mesi che hanno profondamente impattato su [REDACTED] (sia in termini di ricavi, sia in termini di costi, considerato che per effetto della forte riduzione dei ricavi della Società l'incidenza dei costi fissi – sui ricavi oggi limitati al ramo di Onara - è notevolmente aumentata), lo Scrivente ha posto a base delle proprie considerazioni i prospetti economici per l'esercizio 2023 predisposti dal Liquidatore con l'ausilio del consulente storico della Società, che partendo dai dati registrati nei primi mesi del 2023 ha sviluppato una previsione nell'ipotesi che l'attività del Ramo di Onara possa ripartire, eventualmente anche per effetto dell'intervento di un nuovo soggetto

acquirente. Più specificamente, sono stati elaborati due differenti scenari previsionali per il 2023:

- **scenario 0:** più prudentiale, il quale prevede, anche sulla scorta del difficile andamento registrato nei mesi di maggio e giugno 2023, segnati da un'importante riduzione di ricavi e ordinativi, il raggiungimento di un fatturato pari a ca. Euro 3,5 milioni a fine anno, con una marginalità (*EBITDA margin*) leggermente positiva;
- **scenario 1:** più ottimistico, presume che, nella seconda parte dell'esercizio in corso, il Ramo di Onara possa beneficiare di una ripresa del business (anche grazie ad eventuali sinergie con il soggetto potenziale acquirente del ramo stesso), antecedenti alla data dell'auspicato *closing*, con il raggiungimento di un fatturato annuo di ca. Euro 4,0 milioni, con una marginalità (*EBITDA margin*) del 5%.

Di seguito si riporta il conto economico riclassificato del Ramo di Onara nei due differenti scenari appena descritti.



Perizia di stima del valore economico della Società al 31.12.2022 e  
del ramo aziendale di Onara di Tombolo (PD) al 30.06.2023

<b>██████████ - Conto Economico</b> <b>Dati espressi in EURO</b>	<b>Scenario 0</b>	<b>Scenario 1</b>
	<b>2023F</b>	<b>2023F</b>
	<b>31-dic</b>	<b>31-dic</b>
<i>Ricavi delle vendite</i>	2.590.325	2.987.255
<i>Altri ricavi</i>	878.322	937.151
<b>Ricavi di vendita</b>	<b>3.468.647</b>	<b>3.924.406</b>
<i>Δ YoY %</i>	(72,8%)	(64,0%)
<i>Variazione rimanenze P.F.</i>	-	-
<i>Acquisti M.P.</i>	(2.341.827)	(2.652.001)
<i>Variazione rimanenze M.P.</i>	-	-
<i>Costi per servizi</i>	(490.473)	(516.397)
<i>Godimento beni di terzi</i>	(97.950)	(97.950)
<i>Oneri diversi</i>	(39.672)	(43.053)
<b>Costo della Produzione Venduta</b>	<b>(2.969.921)</b>	<b>(3.309.401)</b>
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>498.725</b>	<b>615.004</b>
<i>Salari e stipendi</i>	(308.000)	(308.000)
<i>Oneri sociali</i>	(77.414)	(77.414)
<i>TFR</i>	(19.738)	(19.738)
<i>Fondo quiescenza</i>	-	-
<i>Altri costi</i>	(8.100)	(8.100)
<b>Costi per il personale</b>	<b>(413.252)</b>	<b>(413.252)</b>
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>85.474</b>	<b>201.753</b>
<i>% sui ricavi di vendita</i>	<b>2,5%</b>	<b>5,1%</b>
<i>Ammortamenti e accantonamenti</i>	(51.700)	(51.700)
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>33.774</b>	<b>150.053</b>
<i>Proventi/(Oneri) finanziari</i>	(33.542)	(37.894)
<i>Proventi/(Oneri) straordinari</i>	(11.578)	(13.121)
<b>Risultato ante imposte (EBT)</b>	<b>(11.346)</b>	<b>99.038</b>
<i>Imposte</i>	-	-
<b>Risultato Netto</b>	<b>(11.346)</b>	<b>99.038</b>

## 8.2. La valutazione di ██████████ con il Metodo dei Multipli

In considerazione della particolare situazione societaria caratterizzante ██████████ e della necessità di stimare, con modalità quanto più oggettive possibili, i valori attribuibili al Ramo di Onara e al Ramo di Cesano alla data del 31 dicembre 2022, oltreché del solo Ramo di Onara al 30 giugno 2023, lo Scrivente ritiene che, analizzata la documentazione ricevuta dal Liquidatore, il metodo dei multipli di mercato sia quello che meglio si adatta allo scopo<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Infatti, poiché nel caso di ██████████ la componente patrimoniale con riferimento, in particolare, ai beni strumentali, non rappresenta un fattore distintivo e, quindi, tale da richiederne una separata

Come precedentemente accennato, il metodo valutativo dei multipli, frequentemente utilizzato nella prassi economica, è basato sull'utilizzo di moltiplicatori specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato, con riferimento ad un paniere complesso ed ampio di imprese, suddivise per settori industriali di riferimento.

Con riferimento a [REDACTED] non trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati, per la determinazione del valore aziendale si ritiene possibile utilizzare un moltiplicatore dell'EBITDA.

Come tutti i metodi empirici, non ci sono regole fisse e generalizzabili per determinare il multiplo. Inoltre, a differenza delle società quotate, ove è possibile elaborare delle statistiche e delle correlazioni sull'andamento dei prezzi e dei relativi multipli, l'assenza di serie storiche affidabili rende necessario affidarsi a regole pratiche ed empiriche. Tuttavia, autorevole dottrina ha evidenziato come sia possibile individuare dei fattori che incidono sulla crescita di valore della società:

- tassi di crescita del fatturato: dipendente dal mercato di riferimento, dalla capacità di conquistare *market shares*, etc.;
- redditività: tanto più l'EBITDA o l'EBIT sul fatturato sono percentualmente elevati, tanto più sarà alto in proporzione il valore da moltiplicare per il multiplo;
- *debt capacity*: la capacità dell'impresa di generare cassa per ripagare il debito che, in sostanza, dipende dai primi due fattori e dalla richiesta di investimenti necessari per il normale funzionamento della stessa.

---

valorizzazione, così come non vi sono asset intangibili potenzialmente oggetto di autonoma stima, lo Scrivente ha escluso l'utilizzo dei metodi patrimoniali o misti patrimoniali-reddituali. Anche per quanto riguarda i metodi finanziari, l'assenza, di fatto, di un *business plan* pluriennale, anche con riferimento al solo Ramo di Onara, rende non applicabile al caso di specie il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF).

[REDACTED]  
Perizia di stima del valore economico della Società al 31.12.2022 e  
del ramo aziendale di Onara di Tombolo (PD) al 30.06.2023

Più i tre summenzionati fattori sono elevati per la società, tanto più il multiplo di valutazione sarà elevato.

Ai fini della presente perizia di stima si è preferito non utilizzare né i multipli relativi alle vendite né quelli relativi all'EBIT, considerato che il primo parametro non tiene conto dei costi della produzione e quindi della redditività effettiva dell'azienda; mentre il secondo è influenzato dagli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali nonché da eventuali svalutazioni. Ad evidenza, come anticipato, verrà utilizzato il parametro relativo all'EBITDA che meglio esprime la redditività della società.

Con riferimento al settore di mercato in cui opera [REDACTED] latamente inteso, per l'individuazione di un congruo multiplo si è fatto riferimento:

(i) ad un campione di società quotate comparabili (Fonte: *Capital IQ*), selezionate in considerazione della tipologia di attività svolte e di prodotti commercializzati:

Nome	Paese	EV/Fattura to 2021	EV/Fattura to 2022	EV/Fattura to 2023	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022	EV/EBITDA 2023	EV/EBIT 2021	EV/EBIT 2022	EV/EBIT 2023	P/E 2021	P/E 2022	P/E 2023	P/B 2021
[REDACTED]	Giordania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Bangladesh	2,99x	-	-	13,40x	-	-	16,90x	-	-	21,50x	-	-	2,90x
	Grecia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Corea del Sud	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pakistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Italia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Giappone	0,39x	0,32x	0,32x	4,20x	4,80x	4,30x	9,20x	14,60x	12,50x	4,20x	5,10x	6,00x	0,30x
	Stati Uniti d'America	0,82x	1,00x	-	-	-	-	3,90x	9,50x	-	5,30x	13,20x	-	-
	Giappone	0,33x	0,28x	0,32x	12,10x	10,60x	12,80x	13,80x	13,60x	15,90x	8,40x	9,30x	10,20x	1,10x
	India	0,62x	-	-	23,70x	-	-	35,50x	-	-	93,50x	-	-	1,80x
	Giordania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Belgio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mediana		0,62x	0,32x	0,32x	12,80x	7,70x	8,60x	13,80x	13,60x	14,20x	8,40x	9,30x	8,10x	1,50x
Metals and Mining		1,1x	1,0x	1,1x	6,5x	5,6x	5,2x	8,6x	8,1x	8,1x	9,9x	10,0x	9,8x	1,7x
Sconto / Premium a Mediana		-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%
Metriche applicate		0,43x	0,22x	0,22x	8,96x	5,39x	6,02x	9,66x	9,52x	9,94x	5,88x	6,51x	5,67x	1,05x

(ii) alle transazioni intervenute nel settore di riferimento negli ultimi cinque anni, sia in Italia, sia all'estero, per le quali sono noti (anche solo parzialmente) i valori dell'operazione (Fonte: *Capital IQ*). In particolare, la Scrivente ha basato la propria valutazione sulle seguenti transazioni:

[REDACTED]

Perizia di stima del valore economico della Società al 31.12.2022 e  
del ramo aziendale di Onara di Tombolo (PD) al 30.06.2023

Data	Azienda offerente	Azienda destinataria	Sottosettore destinatario	EV/Fatturato	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
2021 05 19	[REDACTED]	[REDACTED]	Metals and Mining	0,35x	-	-	-
2020 02 04			Metals and Mining	0,19x	4,8x	6,0x	4,7x
2019 11 27			Metals and Mining	0,53x	-	12,7x	-
2019 09 27			Machinery	0,18x	4,8x	6,5x	27,0x
2018 07 04			Metals and Mining	0,08x	-	-	-
<b>Mediana</b>				<b>0,19x</b>	<b>4,8x</b>	<b>6,5x</b>	<b>15,8x</b>
<i>Min</i>				0,08x	4,8x	6,0x	4,7x
<i>Max</i>				0,53x	4,8x	12,7x	27,0x
<i>Metals and Mining</i>				1,09x	7,6x	10,0x	12,2x
<i>Sconto / Premium a Mediana</i>				-20%	-20%	-20%	-20%
<b>Multipli applicati</b>				<b>0,15x</b>	<b>3,8x</b>	<b>5,2x</b>	<b>12,7x</b>

Con approccio di estrema prudenza, anche in considerazione delle dimensioni della Società e della particolare situazione in cui la stessa si trova da qualche mese, lo Scrivente ha ritenuto opportuno prendere a riferimento il valore medio del multiplo EV/EBITDA risultante dal set di transazioni di mercato individuato, pari a 4,80x, applicando allo stesso uno sconto del 20% che tenga conto del c.d. *size effect* e, quindi, dell'illiquidità delle quote societarie, per arrivare ad un valore del multiplo (scontato) pari a:

$$\frac{EV}{EBITDA} = 3,84x$$

L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) è il margine operativo lordo, ovvero la differenza fra il valore della produzione ed il suo costo, escludendo gli ammortamenti. L'indicatore considera i costi per materie prime, semilavorati e prodotti finiti, i costi per servizi, i costi per godimento di beni di terzi, i costi per il personale, l'accantonamento al fondo svalutazione crediti e gli altri ricavi e proventi.

Nel caso in esame:

- (i) [OMISSIS];
- (ii) con riferimento al solo Ramo di Onara, per la stima del presumibile valore dello stesso alla data del 30 giugno 2023, lo Scrivente ha posto alla base della propria valutazione il valore dell'EBITDA risultante dai due differenti scenari previsionali

per l'esercizio 2023 forniti dal Liquidatore, che porterebbero a determinare un *Enterprise Value* compreso nel seguente *range* di valori:

<u>Valutazione al 30 giugno 2023</u>		
<u>Ramo di Onara</u>	Scenario 0	Scenario 1
EBITDA 2023 (previsionale)	85.473,99	201.752,96
Multiplo (EV/EBITDA)	3,8x	3,8x
<b>Enterprise Value</b>	<b>328.220,13</b>	<b>774.731,37</b>

Tuttavia, in considerazione del fatto che il 2023 è caratterizzato da eventi straordinari (e particolarmente tumultuosi) che hanno influenzato, negativamente, le performance societarie, si ritiene che lo scenario che meglio rappresenti le reali potenzialità della Società, in un contesto di ritrovata normalità, sia lo Scenario 1.

Pertanto, lo Scrivente ritiene che *l'Enterprise Value del Ramo di Onara* sia quantificabile in una forchetta tra i due valori rappresentati, considerando tuttavia che il valore più prossimo a quello maggiore di Euro 774.731 (arrotondato a **Euro 770.000.**), possa essere maggiormente espressivo del possibile realizzo della vendita di azienda, qualora si individui un potenziale acquirente che possa sfruttare sinergie con la propria realtà, e nelle trattative si riescano a valorizzare tali potenziali sinergie, almeno parzialmente.

## 9. Conclusioni

Sulla base delle osservazioni sin qui formulate ed in applicazione del metodo dei multipli di mercato prescelto, lo Scrivente è giunto a determinare i seguenti valori di stima:

- (i) [OMISSIS];
- (ii) al 30 giugno 2023 un **valore del Ramo di Onara** quantificabile in una forchetta tra Euro **328.000** ed Euro **770.000**.

\*

[REDACTED]  
Perizia di stima del valore economico della Società al 31.12.2022 e  
del ramo aziendale di Onara di Tombolo (PD) al 30.06.2023

[OMISSIS]

Padova, 9 agosto 2023

