

RELAZIONE DI STIMA
DEL VALORE DELL'AZIENDA -
SOCIETA'

La sottoscritta De Dea Michela - nata a Belluno (BL) il [redacted] e
residente a Venezia (VE), in Via [redacted], C.F.:

[redacted], Dottore Commercialista, iscritta al Registro dei Revisori Legali al n.
166538, e all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di
Venezia al n. 1248 - ha ricevuto l'incarico dalla [redacted] (in
seguito anche [redacted], società con sede in Venezia-Mestre (VE), Via
[redacted], codice fiscale, partita Iva e numero iscrizione al Registro delle
Imprese di Venezia Rovigo n. [redacted], al fine di redigere una relazione di
stima sul valore dell'azienda attualmente condotta dalla medesima EXTRU
con contratto di durata di anni 2 (due) scadente il 31/08/2025.

L'azienda è di proprietà di " [redacted] S.R.L." (in seguito anche [redacted]) con
sede in Salzano (VE), Via [redacted], codice fiscale, partita Iva e
numero iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Rovigo n. [redacted],
società sottoposta alla procedura di concordato preventivo.

Tale valutazione dell'azienda è stata commissionata da EXTRU (conduttrice)
in vista della possibilità di formulare una offerta per il suo acquisto al termine
del contratto di affitto attualmente in essere.

La presente relazione è stata redatta in ipotesi di continuità aziendale.



SOCIETA' S.R.L. IN
PROCEDURA

SOC IN PROCEDURA

Le conclusioni del presente lavoro devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- *la valutazione non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad esempio variazioni degli scenari politici e sociali, cambiamenti significativi della normativa fiscale, introduzione di nuove normative di settore);*
- *tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla società periziata o sono state tratte da fonti pubbliche;*
- *la scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato una approfondita attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni;*
- *i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sopra specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo in relazione alle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate;*
- *il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente anche su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento della società;*
- *le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il presente documento è da*

intendersi avente carattere unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;

- *la presente relazione non può essere utilizzata per scopi diversi da quelli per i quali è stata redatta;*
- *l'onorario del perito non è legato al valore risultante dalla relazione di stima o al raggiungimento di obiettivi riconducibili a tale valore.*

Al meglio della mia conoscenza posso dichiarare tutte le dichiarazioni contenute nella presente relazione sono veritiere e corrette.

* * *

La presente perizia contiene, pertanto, la relazione di stima della Azienda di
integrata degli elementi indispensabili per l'individuazione dei beni
e dei diritti valutati.

SOC IN
PROCEDURA

La sottoscritta stimatrice espone di seguito le risultanze cui è pervenuta suddividendo, al fine di ottenere una organica sistemazione degli elementi raccolti, la presente relazione nel modo che segue:

1. Oggetto e finalità della relazione di stima
2. Storia e dati identificativi della società
3. Attività dell'azienda
4. Contabilità, libri contabili e registri fiscali
5. Metodologie di verifica e di valutazione utilizzate
6. Riepilogo generale della valutazione ed attestazione

1. OGGETTO E FINALITA' DELLA RELAZIONE DI STIMA

La stima ha per oggetto il patrimonio ed il valore aziendale della società
" S.R.L.", e sarà utilizzata per stimare il valore dell'azienda a fronte

SOC IN
PROCEDURA

dell'operazione di possibile cessione della medesima da parte della procedura concorsuale, nel presupposto della verifica di un nuovo piano industriale e finanziario sostenibile per il riequilibrio aziendale.

2. STORIA E DATI IDENTIFICATIVI DELLA SOCIETA'

SOC IN
PROCEDURA

Oggetto della presente perizia è l'Azienda di proprietà della società a responsabilità limitata [REDACTED] S.R.L., costituita il 20 maggio 1969 in forma di società di persone - con ragione sociale Sas - dai soci fondatori

All'epoca della costituzione la Società svolgeva l'attività di lavorazione di materie plastiche, stampi e affini.

Nel corso degli anni una serie di eventi ha portato l'azienda alla situazione odierna, eventi che si espongono, sinteticamente, di seguito:

- Il 15 marzo 1978 - con atto a rogito del notaio Angelo Sandi di Venezia omologato con decreto del Tribunale di Venezia il 20 aprile 1978 - avvenne la trasformazione dell'allora società in accomandita semplice all'attuale società a responsabilità limitata [REDACTED]
- Nel 1996 avvenne l'ingresso nell'organo amministrativo della Società degli amministratori signori
- Nei primi anni del 2000 la società sviluppò un prodotto innovativo in legno composito (registrato con il marchio nazionale d'impresa "[REDACTED]"). La realizzazione di questo progetto portò la società a dover sostenere un grosso sforzo finanziario per far fronte agli ingenti costi di ricerca e sviluppo. Nell'aprile del 2010, con atto del Notaio D'Urso Antonio n. rep. [REDACTED], la società cedette il ramo d'azienda rappresentato dai beni organizzati per la produzione del

descritto prodotto alla neocostituita società "██████████", di cui
 ██████████ deteneva l'intero capitale sociale.

SOC IN
PROCEDURA

- Tale partecipazione è stata iscritta nel bilancio della ██████████ sino al 2021, dopodichè è stata svalutata per constatare la completa perdita di valore della partecipazione;
- Nel 2014 per la Società si palesò un periodo di grossa tensione finanziaria, diretta conseguenza dell'ingente liquidità investita negli anni precedenti per la creazione del prodotto ██████████ in concomitanza di una crisi economica internazionale in cui risultava sempre più difficile reperire nuovi finanziamenti da parte degli istituti di credito.
- La tensione finanziaria portò la società a depositare, in data 28 ottobre 2014 presso la Cancelleria Fallimentare del Tribunale di Venezia (a mezzo del suo rappresentante legale sig. ██████████) ricorso contenente la domanda di pre-concordato preventivo ai sensi dell'art. 161, sesto comma, L.F..
- Con decreto 35/2014 R.G. Conc. Prev., emesso in data 21 maggio 2015 e depositato in data 22 maggio 2015, ai sensi dell'art 163 L.F., il Tribunale dichiarò aperta la procedura di concordato preventivo in continuità della società ██████████ nominando Giudice Delegato il dott. Andrea Fidanzia e commissario giudiziale il dott. Marco d'Este.
- A seguito dell'approvazione del concordato preventivo in continuità, il 21 ottobre 2015 il Tribunale di Venezia emise il decreto di omologazione, nominando la dott.ssa Ambra Mattiello alla carica di liquidatore giudiziale. Il piano concordatario prevedeva il pagamento



di quanto concordato, dapprima entro l'anno 2019 e successivamente entro il 2020.

- Con atto del 10 dicembre 2015, come disposto nell'istanza depositata presso il Tribunale di Venezia nell'ambito del concordato preventivo, venne deliberato un aumento del capitale sociale riservato ad un nuovo socio entrante, la società [REDACTED] con sede in Belluno.

Il capitale sociale venne così aumentato da Euro 92.961,00.= ad Euro 132.801,00.=, con un apporto di nuova liquidità da parte del socio entrante.

- A maggio 2021 il socio [REDACTED] ha poi ceduto al signor [REDACTED] l'intera quota posseduta, pari al 30% del capitale sociale.
- Con data 22 ottobre 2020, con riguardo alla procedura del concordato in continuità (ex art. 186-bis della L.F.), si è concluso il quinquennio inizialmente indicato nel Piano concordatario quale arco temporale richiesto per dare esecuzione alla procedura, senza che la Società sia riuscita a rispettare i tempi stimati dal Piano per generare i flussi necessari a soddisfare i creditori concordatari nella misura convenuta.
- A marzo 2023 la Società ha presentato apposita istanza al Tribunale Fallimentare di Venezia, al fine di poter attuare un correttivo all'inadempimento delle obbligazioni del concordato in essere e per preservare la continuità aziendale, chiedendo l'autorizzazione ad avviare un contratto di affitto d'azienda, con la società [REDACTED]
[REDACTED]
- In data 3 agosto 2023, a seguito dell'ottenimento dell'autorizzazione sopra menzionata (con provvedimento del GD del 06/07/2023), con

atto del Dott. Angelo Ausilio, notaio in Mestre Venezia, n. repertorio
, raccolta n. , la Società in concordato, ha
concesso in affitto per un periodo di due anni la propria unica azienda
alla società con effetti decorrenti dal 1° settembre
2023.

- Da tale data .. svolge mera attività di incasso di crediti e
di liquidazione di debiti conseguenti alla gestione operativa
precedente e, in aggiunta, percepisce da il canone di
affitto d'azienda convenuto con la medesima pari ad Euro 6.000
mensili (Euro 72.000 annui).

* * *

Esposto un tanto, per sistematicità e chiarezza vengono qui riassunti i dati
significativi della Società e dei soci alla data attuale:

Denominazione:

Sede: Salzano (VE), Via

Codice fiscale, Partita IVA e numero d'iscrizione alla C.C.I.A.A. di Venezia

Rovigo:

A seguito del decesso del signor , avvenuto in data
14/08/2024, la compagine sociale e l'organo amministrativo sono così variati.

Capitale sociale: Euro 132.801,00 interamente versato, detenuto da

- per Euro 94.996,86.= (71,54%) e
- per Euro 37.804,14.= (28,46%).

Organo amministrativo: Amministratore Unico dal 31
dicembre 2024.

L'oggetto sociale principale, a decorrere dal 13 dicembre 2024 è il seguente:

“la produzione e la lavorazione di materie plastiche, stampi e affini, lo studio, la ricerca e l'applicazione di tecnologie produttive anche in collaborazione di terzi”.

L'attività effettivamente svolta dalla società fino al 31/08/2023 era quella di fabbricazione di materie plastiche in forme primarie. A decorrere dal 01/09/2023, data di inizio dell'affitto dell'azienda a favore di

l'attività esercitata è meramente quella di affitto dell'unica azienda.

3. ATTIVITA' DELL'AZIENDA

L'Azienda, operante nel settore delle materie plastiche dal 1968, è specializzata nell'estrusione e coestrusione dei polimeri termoplastici.

I materiali lavorati spaziano all'interno della gamma dei termoplastici, dal PVC rigido e plastificato, ai tecnopolimeri ABS, PC, PMMA, alle poliolefine PP e PE, fino ai materiali compositi legno/polimeri, alle bioplastiche e ai polimeri biodegradabili.

Una acconcia officina le consente di sviluppare e realizzare in “co-design” i progetti dei clienti, anche sui polimeri più innovativi e di frontiera.

I settori di sbocco dei prodotti sono potenzialmente molteplici, dai più conosciuti come edilizia, refrigerazione, costruzioni autoveicoli, fino ad arrivare ad impieghi industriali più particolari e di nicchia.

Il mercato di sbocco risulta composto per il 70% da clienti italiani e per il 30% da clienti esteri.

4. CONTABILITA', LIBRI CONTABILI E REGISTRI FISCALI

La Società che detiene l'Azienda si trova in regime di contabilità ordinaria.

Gli obblighi civilistici e fiscali inerenti alla tenuta delle scritture contabili ed ausiliarie sono svolti e seguiti sia da un incaricato interno che da professionisti consulenti esterni.

Con riferimento all'attendibilità dei dati contabili utilizzati nella presente relazione estimativa, si precisa che i dati patrimoniali della società a responsabilità limitata non prevedono l'obbligatoria nomina di un Organo di controllo e, pertanto, non si è potuto fare riferimento al giudizio espresso dall'organo di controllo in relazione ai bilanci d'esercizio.

Tuttavia, si è ritenuto di poter fare affidamento sui dati contabili consuntivi e sui dati forniti dall'Organo Amministrativo, nei limiti e per le finalità che essi rivestono nell'ambito della presente relazione di stima.

In ogni caso, da un'analisi a campione si è potuto rilevare che i suddetti obblighi civilistici e fiscali risultano correttamente e tempestivamente assolti, nonché la sostanziale assenza di contenzioso di natura fiscale.

5. METODOLOGIE DI VERIFICA E DI VALUTAZIONE UTILIZZATE

5.1 Attività preliminari svolte

Sono state effettuate alcune riunioni di lavoro con l'Organo Amministrativo di [REDACTED] (la società proprietaria dell'azienda), nel corso delle quali sono stati approfonditi gli aspetti peculiari delle procedure di controllo e di pianificazione in essere e dell'attività svolta, e sono state messe a punto le richieste di documenti e le metodologie di controllo utilizzate, poi, nel corso dello svolgimento del processo valutativo operato dalla sottoscritta, al fine di pervenire all'attribuzione di un valore all'azienda ed al suo patrimonio materiale ed immateriale.

Sono stati esaminati sia documenti di carattere generale, necessari ad acquisire le informazioni di base relative alla Società ed alla sua azienda, sia documenti amministrativo-contabili, riferiti all'ultimo bilancio con gestione diretta dell'azienda da parte di [REDACTED] (ossia quello chiuso alla data del 31 dicembre



2023).

Si precisa sin d'ora che i dati riferiti all'esercizio 2023 sono stati assunti sino al termine del periodo di regolare esercizio dell'attività produttiva con gestione diretta dell'azienda di proprietà, ovvero sino al 31 agosto 2023, data a decorrere dalla quale l'azienda è stata concessa in affitto.

Sono stati, altresì, acquisiti i bilanci civilistici approvati per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2022, 2021, 2020.

Sono state assunte informazioni, anche attraverso i rendiconti periodici del liquidatore giudiziale dott.ssa Mattiello, circa l'eventuale esistenza e lo stato di cause, contenziosi contrattuali e di accertamenti fiscali in corso, al fine di verificare l'eventuale sussistenza di potenziali passività non riflesse nella situazione patrimoniale di valutazione che potrebbero danneggiare un eventuale cessionario dell'azienda.

Considerata la base informativa a disposizione, la natura e caratteristiche del bene (azienda) e la finalità della indagine, la scrivente ritiene di effettuare la stima adottando una metodica di valutazione principale ed una secondaria, che assume la valenza di confronto e controllo.

5.2 Metodiche prescelte

Premesso che ai fini delle valutazioni di azienda sono applicabili le tre metodiche fondamentali del patrimonio, del reddito e dei flussi di cassa.

Nell'ambito del processo di valutazione aziendale, particolare attenzione è stata data alla scelta del metodo che meglio si adatti ad esprimere il valore della specifica azienda oggetto di valutazione, considerando se, tenuto conto della peculiarità della attività svolta e delle sue modalità di svolgimento, maggiore considerazione debba essere, in particolare, riposta:

- sulla consistenza patrimoniale, con ciò richiamando i criteri "patrimoniali", nelle diverse forme previste;
- sulle prospettive reddituali, rifacendosi, quindi, ai metodi di attualizzazione dei redditi prospettici, o di sintesi tra patrimonio e redditi eccedenti la normale remunerazione patrimoniale, come suggerito dai metodi "reddituali" e dai metodi misti "patrimoniali-reddituali", questi ultimi come sintesi della prospettiva patrimoniale e reddituale;
- sulle prospettive finanziarie, ricorrendo, perciò, alla stima dei flussi di cassa attesi ed alla loro opportuna attualizzazione, come previsto dai metodi "finanziari".

Per il caso in esame la scrivente ritiene di dover escludere l'utilizzo di metodi basati esclusivamente sul patrimonio, che sono normalmente destinati alla valutazione di aziende ad alta intensità di capitale, mentre nella fattispecie ci troviamo a valutare un'azienda che, pur necessitando di importanti investimenti iniziali in impianti ed attrezzatura, risulta allo stato quasi priva di immobilizzazioni materiali con valore residuo apprezzabile.

È, quindi, da ritenere che la valutazione possa avvenire nel presupposto che l'azienda venga idealmente trasferita senza consistenti Attività e priva di Passività.

Per tale motivo, nella fattispecie, ovvero una azienda che è operativa nella produzione, lavorazione e commercializzazione di materie plastiche, presente da tempo sul mercato e che presenta una relativa stabilizzazione dei risultati economici ma non dei flussi finanziari, la scrivente, pur non dimenticando di segnalare l'incertezza operativa per il suo immediato futuro, ritiene opportuno adottare un criterio di stima reddituale, e in particolare per capitalizzazione

del reddito medio (atteso), nel presupposto che l'azienda presenti una capacità reddituale normalmente stabile (ricavata dal più recente andamento, escluso il periodo di affitto d'azienda attualmente in essere).

Verrà poi utilizzato dal valutatore, come secondario e con finalità di verifica, il metodo di valutazione misto (economico/patrimoniale) anche per tenere conto, in qualche misura, degli investimenti in dotazioni strumentali che saranno inevitabilmente richiesti ad un potenziale acquirente.

5.3 Metodo Principale

La capitalizzazione dei redditi è l'operazione matematico-finanziaria che determina il valore del capitale (o valore di mercato " V_m ") dividendo il reddito netto atteso " R_n " per un saggio " r " che viene definito saggio di capitalizzazione, in base alla seguente formula:

$$V_m = R_n / r$$

Il reddito normalizzato si ricava dal reddito lordo dedotte tutte le spese straordinarie e pertanto non ripetibili. Il valore del reddito lordo così determinato dovrà, poi, essere ridotto delle imposte di competenza.

Il reddito medio atteso, o reddito normalizzato, verrà ricavato utilizzando la media dei risultati pregressi, ritenuti sufficientemente significativi per esprimere quelli futuri anche in ottica prudenziale.

Il Conto economico normalizzato sarà quindi ricavato dai Conti economici storici, depurati da eventuali componenti non ripetitive od ordinarie tra cui:

- 1) componenti di reddito relative ad eventuali gestioni di carattere accessorio, se queste non hanno carattere di stabilità nell'ambito della gestione complessiva;
- 2) significative plusvalenze e minusvalenze, non derivanti dalla normale

sostituzione dei beni strumentali;

3) altre componenti reddituali di carattere straordinario, classificabili quali sopravvenienze da un punto di vista sostanziale (e non solo per effetto di tecniche di contabilizzazione o per ragioni di competenza), da verificare in relazione alla singola realtà aziendale.

Sulla base del *trend* storico è stato così elaborato un Conto Economico Normalizzato dei costi e dei ricavi concepito sulla base dei risultati degli ultimi esercizi relativi a bilanci approvati dall'assemblea dei soci (2020, 2021, 2022 e 2023¹) debitamente rettificati delle componenti non ricorrenti.

Il Conto Economico Normalizzato si concreta nei seguenti dati numerici riassuntivi per il quadriennio interessato:

RICAVI	Anno 2020	Anno 2021	Anno 2022	Anno 2023*	Valori medi
Ricavi di vendita prodotti	1.856.798	3.025.178	3.016.253	3.335.425	2.808.413
Variazione di rimanenze di prodotti finiti	42.006	946	11.693	(226.108)	(42.866)
Altri ricavi	41.089	49.309	28.254	13.503	33.039
TOTALI RICAVI	1.939.893	3.075.433	3.056.200	3.122.820	2.798.586
COSTI	Anno 2020	Anno 2021	Anno 2022	Anno 2023	Valori medi
Costi materie prime	(889.132)	(1.677.667)	(1.657.166)	(1.409.328)	(1.408.323)
Costi servizi	(352.372)	(453.738)	(442.503)	(396.642)	(411.314)
Costi godimento di beni di terzi	(68.826)	(76.942)	(90.733)	(142.511)	(94.753)
Costi personale dipendente	(541.891)	(668.332)	(658.492)	(674.911)	(635.906)
Variazione rimanenze	(12.131)	50.838	45.437	(209.918)	(31.443)
Oneri diversi di gestione	(27.855)	(31.876)	(34.062)	(48.543)	(35.584)
TOTALE COSTI DI GESTIONE	-1.892.206	-2.857.718	-2.837.518	-2.881.853	-2.617.324
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	47.688	217.715	218.681	240.967	181.263
Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	(3.938)	(3.991)	(9.305)	(22.482)	(9.929)
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	(38.074)	(30.547)	(28.948)	(25.430)	(30.750)
Ammortamenti	-42.012	-34.538	-38.253	-47.912	-40.679
Svalutazioni	0	0	0	0	0
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	5.676	183.177	180.429	193.054	140.584
Proventi e oneri finanziari	(543)	(64)	(244)	(9)	(215)
TOTALE COSTI	-1.934.760	-2.892.320	-2.876.015	-2.929.774	-2.658.217
REDDITO LORDO	5.133	183.113	180.185	193.045	140.369
Imposte sul reddito dell'esercizio*	(4.358)	(55.620)	(54.879)	(59.043)	(39.163)
REDDITO NETTO	775	127.493	125.306	134.002	101.206

* non è stata applicata la media del periodo di riferimento, ma è stato conteggiato il 27,9% del reddito lordo medio, al netto delle riprese fiscali

Riepilogando, dagli ultimi quattro bilanci approvati di relativi agli

SOC IN PROCEDURA

¹ Come indicato il risultato del 2023 chiude al 31.08.2023 (8 mesi) ed è stato ricondotto ad una durata di 12 mesi mediante le opportune operazioni di armonizzazione e rettifica.



anni 2020, 2021, 2022 e 2023-armonizzato, opportunamente rettificati come sopra descritto ed indicato nei prospetti di dettaglio [*Allegato 1*] maturano **ricavi lordi medi per € 2.798.586**, dati dalla media fra € 1.939.893, € 3.075.433, € 3.056.200 e € 3.122.820.

In termini di costi, in armonia a quanto fatto in relazione ai ricavi, si è assunta la media tra i valori registrati nel 2020, 2021, 2022 e 2023-armonizzato, comprendendo negli importi a seguire anche la voce ammortamenti, svalutazioni e la componente finanziaria.

Pertanto, $€ 1.934.760 + € 2.892.320 + € 2.876.015 + 2.929.774 = € 10.632.870 / 4$
= costi medi € 2.658.217.

Il Reddito medio annuo, al lordo delle imposte, viene, quindi, così calcolato:

$€ 5.133 + € 183.113 + 180.185 + 193.045 = € 561.476 / 4 =$ **Reddito lordo medio € 140.369.**

Quanto alla componente imposte, non si è, invece, assunta la media tra i valori registrati nel periodo selezionato (in quanto, influenzati in misura determinante dalla fiscalità, dall'utilizzo di perdite fiscali e da componenti di ricavo non imponibili), bensì applicando al reddito lordo medio l'aliquota fiscale del 27,9%, ottenuta sommando le aliquote IRES (24%) ed IRAP (3,9%) attualmente in vigore al valore del reddito lordo rettificato delle riprese fiscali di riferimento.

Utilizzando l'aliquota fiscale sopra indicata, il Reddito medio annuo normalmente ritraibile, al netto delle imposte, viene così rideterminato:

$€ 140.369 - (140.369 \times 27,9\%) =$ **Reddito netto medio atteso € 101.206.=**

Tasso di capitalizzazione

Per la presente valutazione si è ritenuto difficile determinare un tasso di

attualizzazione "entity-specific", per cui si è preferito utilizzare un tasso relativo, in generale, al settore di operatività parzialmente rimodulato in relazione alla specifica situazione di rischio.

Perciò, è parso opportuno utilizzare il costo del capitale proprio (*Cost of Equity Capital, Ke*), stimato attraverso il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

dove:

Ke rappresenta il costo del capitale proprio;

rf rappresenta il tasso privo di rischio (*risk free rate*);

β rappresenta il coefficiente di rischio specifico per il tipo di azienda (settore di operatività);

rm-rf rappresenta il premio per il rischio (*risk premium*) richiesto per investire nell'azienda da parte degli operatori di mercato, in relazione al Paese.

Il costo del capitale proprio, ossia la remunerazione ritenuta congrua per aver investito in un'azienda "rischiosa", è rappresentato dalla somma del tasso privo di rischio più uno spread individuato dalla rischiosità specifica dell'impresa moltiplicata per il premio per il rischio richiesto dal mercato per investire in aziende simili (del Paese).

Di seguito si riepilogano le fonti dalle quali sono stati estratti i dati per il calcolo del costo del capitale proprio:

- Tasso privo di rischio, *risk free rate, rf*: secondo quanto indicato anche dai PIV e dalla prassi nazionale, il tasso privo di rischio è stato individuato prendendo a riferimento il rendimento a scadenza del BTP Italia a 10 anni pubblicato da:

“Il Sole 24 Ore”². Il valore così individuato, alla data di predisposizione della presente relazione di stima, è pari a: **3,4878%**. Tale valore risulta poco distante dal valore medio degli ultimi 3 anni (2022-2023-2024), pari al 3,70, e si ritiene pertanto adeguato³. [Allegato 2]

- Coefficiente Beta, *Beta*, β : si è fatto riferimento al database *open source* del Prof. Aswath Damodaran, docente di finanza e valutazione d’azienda presso la New York University. Al riguardo, è stato selezionato il coefficiente di rischio “Total Beta Unlevered” relativo ai paesi Western Europe per il settore “Diversified”. Il valore così individuato è pari a **2,76** (Media ultimi 3 anni: 2,76 anno 2022, 2,66 anno 2023, 2,86 anno 2024)⁴. [Allegato 3]

Il maggior rischio relativo connesso all’azienda sottoposta a procedura concorsuale non viene considerato in questa sede, per non contaminare la procedura di valutazione.

Tale rischio potrà, comunque, essere preso in considerazione separatamente, da eventuali acquirenti.

- Premio per il rischio, *risk premium*, $[rm-rf]$: anche in questo caso si è fatto riferimento al database del Prof. Damodaran sopra citato, selezionando l’*equity risk premium* corrispondente all’Italia. Il valore dell’ERP così individuato a gennaio 2025 è pari al **7,26%**. [Allegato 4]

Considerati gli elementi di cui sopra ed applicando la formula del modello CAPM si ottiene:

$$K_e = rf + \beta * [rm - rf] = 3,488\% * 2,76 * 7,26\% = 23,53\%$$

² La sezione Finanza e Mercati de Il Sole 24Ore espone in tempo reale i rendimenti dei Titoli di Stato dei paesi Europei al seguente link: <http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/reddito-fisso-e-tassi/elenco-rendimenti-titoli-europei/main.php>.

³ http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/.

⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Avendo determinato il reddito medio annuo normalizzato, al netto delle imposte, in un ammontare di Euro 101.206.=, si ricava il seguente valore del capitale economico: $\text{€ } 101.206 : 23,53\% = \text{Euro } 430.115.=$.

5.5 Metodo alternativo di confronto

Come anticipato, come metodo di confronto la scrivente ha scelto di svolgere una stima del valore aziendale utilizzando il metodo misto patrimoniale - reddituale.

Attraverso tale procedura, largamente applicata nella prassi, è possibile esprimere l'obiettività di una stima a valore corrente degli elementi attivi (in assenza di quelli passivi) che compongono l'azienda, dando, nel contempo, rilievo alle attese reddituali, che concettualmente sono una componente essenziale del valore del capitale economico.

In applicazione del metodo misto "patrimoniale - reddituale", la valorizzazione del patrimonio aziendale scaturisce dalla somma tra il capitale netto rettificato e l'avviamento, ove quest'ultimo è costituito dalla capitalizzazione del c.d. "sovra reddito" atteso per gli esercizi futuri in aggiunta alla remunerazione normale del capitale netto rettificato.

Il metodo adottato si compendia, dunque, nella seguente formula:

$$W = K + A$$

dove

W = rappresenta il valore attribuito al patrimonio della azienda oggetto dell'analisi;

K = è il capitale netto rettificato;

A = rappresenta il valore dell'avviamento, a sua volta determinato con la formula che si illustrerà.



Con riferimento ai valori patrimoniali dell'Azienda che potrebbero essere oggetto di trasferimento con autonoma valutazione, la scrivente ha compiuto una dettagliata analisi dei cespiti esistenti, del loro residuo valore contabile e del valore di realizzo attribuibile.

Nell'ambito di tale metodologia sono stati adottati i seguenti criteri di analisi e valutazione delle voci componenti la Situazione Patrimoniale.

a) Le immobilizzazioni tecniche sono state valutate a valori di presunto realizzo, tenuto conto del loro stato d'uso, del deperimento economico e delle migliorie alle stesse apportate; a tal fine ci si è avvalsi delle indicazioni, fornite dai periti stimatori Perito Industriale Pietro Pasqualetto e Architetto Roberta Pasqualetto che hanno operato tale stima in data 03.08.2022.

Tali valori sono stati assunti senza procedere ad alcuna svalutazione che pure potrebbe ritenersi attendibile in considerazione del non breve tempo trascorso da tale stima.

Per i beni acquistati successivamente a tale perizia, essendo di difficile individuazione un mercato di riferimento dell'usato per la quasi totalità delle immobilizzazioni, le medesime sono state valutate al costo di acquisto, rettificato mediante l'applicazione di una riduzione forfettaria per tener conto della perdita di valore subita.

b) relativamente agli oneri pluriennali, si è provveduto a riscontrarne la natura; conseguentemente, il loro residuo valore contabile è stato interamente svalutato essendo i medesimi privi di valore effettivamente recuperabile.

c) L'avviamento, nel rispetto del metodo adottato, è stato autonomamente valutato sulla base del reddito netto atteso normalizzato, calcolato a partire dai dati storici di bilancio e procedendo alla loro rielaborazione, allo scopo di

eliminare le componenti straordinarie, "normalizzare" eventuali politiche di bilancio e la fiscalità.

Il dettaglio di tali beni viene analiticamente indicato nel documento allegato [Allegato 5].

La sintesi del valore attribuibile, come elaborata dalla scrivente, è esposta di seguito.

Più in particolare, per i beni esistenti al 03 agosto 2022 si è fatto esplicito riferimento al valore indicato nella Perizia commissionata dall'Amministratore Unico e redatta dai periti Pietro Pasqualetto e Roberta Pasqualetto, che quantificava il valore complessivo dei beni aziendali in Euro 102.100. [Allegato 6]

Per i pochi beni di successiva acquisizione avvenuta nel corso dell'anno 2023 si è utilizzato come valore il costo di acquisto ridotto forfettariamente di valore nella misura del 50%, per tenere conto del deprezzamento intervenuto.

Al Passivo non è stato rilevato alcun elemento in quanto non è prevedibile il trasferimento di alcun debito o passività in generale.

La sintesi di tali valori patrimoniali attivi è così espressa:

		31/12/2022	31/08/2023	31/12/2023	30/06/2025	04/08/2022	30/06/2025
CODICE	VOCE ATTIVO PATRIMONIALE	COSTO STORICO	F.DO AMM.TO	VAL. RESIDUO CONTABILE	RETTIFICHE DI VALORE	VALORE DA PERIZIA IVG	VALORE ATTRIBUITO
B.I	Immobilizzazioni immateriali						
	Costi di Ricerca & Sviluppo	282.155	282.155	0	0		0
	Diritti, brevetti Ind.	114.734	114.734	0	0		0
	Altri oneri pluriennali	272.723	208.033	64.691	-64.691		0
B.II	Immobilizzazioni materiali						
	Terreni e fabbricati	9.924	9.924	0	0		0
	Impianti generici (su Immob. alienato)	212.054	205.560	6.494	-6.494		0
	Impianti specifici (Linea produzione)	1.993.149	1.960.205	32.944	-32.944	74.700	74.700
	Macchinari	1.050.727	1.031.323	19.404	-19.404	20.400	20.400
	Macchinari (Nuove acquisizioni)	102.750	0	102.750	-51.375		51.375
	Impianti	19.904	19.451	453	-453		0
	Attrezzature Industriali e Commerciali	1.722.728	628.613	1.094.115	-1.094.115	5.000	5.000
	Attrezzature (nuove acquisizioni)	4.457	0	4.457	-2.228		2.228
	Mobili e arredi	72.934	68.965	3.969	-3.969	2.000	2.000
	Mobili e arredi (nuove acquisizioni)	630		0	0		0
	Macchine Ufficio	105.698	105.242	456	-456		0
	Macchine Ufficio (nuove acquisizioni)	1.369	0	1.369	-685		685
	Telefoni	7.251	7.107	144	-144		0
	Telefoni (nuove acquisizioni)	287,83	0	0			0
B.III	Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0			0
	TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	5.973.475	4.641.311	1.331.246	-1.276.958	102.100	156.388

Pertanto, il valore attribuito ai beni materiali oggetto di trasferimento e suscettibili di autonoma valorizzazione è pari a complessivi **Euro 156.388=**.

Si rende ora necessario determinare il valore di avviamento da sommare al valore sopra indicato dei beni componenti l'attivo patrimoniale per la quantificazione del valore dell'azienda con il c.d. "metodo misto".

La valutazione dell'avviamento sulla base dei redditi futuri presuppone l'identificazione di un reddito medio atteso, che esprima sinteticamente i redditi "medio - normali" stabilmente producibili dall'azienda in condizioni di normalità del mercato e nel contesto in cui opera. La determinazione del reddito medio prospettico deve partire, necessariamente, dai redditi prodotti in un passato più possibile prossimo, depurati sia da eventuali componenti straordinarie sia da altre componenti non direttamente collegate alla gestione caratteristica, in modo da ottenere una loro normalizzazione.

Come abbiamo visto al precedente paragrafo 5.3, il reddito netto normale atteso, quale proiezione dell'utile normalizzato del "periodo di riferimento", è

stato quantificato in **Euro 101.206.=**.

Sulla base di quanto sopra esposto si può, quindi, procedere al calcolo dell'avviamento, ossia del valore attualizzato del "sovra reddito" atteso, inteso quest'ultimo come differenziale tra il reddito normale atteso ed il rendimento del capitale netto rettificato.

Il rendimento è pari al tasso reale di redditività normale che si attende di dover ritrarre dal capitale impiegato nell'impresa.

Il tasso che si è ritenuto congruo assumere, per un'impresa appartenente al settore, a rischio medio/alto e a ridotto valore aggiunto, è pari al 12,5%.

Devesi precisare che il capitale netto rettificato di riferimento è stato determinato apportando un'integrazione al valore stimato dei beni materiali oggetto di trasferimento, sopra quantificato.

Ciò in quanto quest'ultimo esprime il valore di liquidazione dei beni ma è molto lontano dal valore minimo ragionevolmente richiesto a chi, acquisendo l'azienda, dovrà senza dubbio effettuare degli investimenti minimi aggiuntivi. Per tale motivo, pur in un'ottica conservativa, si è ritenuto di stimare in almeno il doppio il valore del capitale netto rettificato necessario rispetto al valore attuale dei cespiti aziendali produttivi trasferiti, accertando comunque un valore molto limitato e con ogni probabilità sottostimato rispetto all'onere di investimento che un acquirente dell'azienda dovrà assumere.

Il tutto come viene esposto nel seguente prospetto:



		30/06/2025	DATI PREVISIONALI
CODICE	VOCI ATTIVO PATRIMONIALE	VALORE ATTRIBUITO	01/07/2025
B.I	Immobilizzazioni immateriali		
	Costi di Ricerca & Sviluppo	0	
	Diritti, brevetti ind.	0	
	Altri oneri pluriennali	0	
B.II	Immobilizzazioni materiali		
	Terreni e fabbricati	0	
	Impianti generici (su immob. alienato)	0	
	Impianti specifici (Linea produzione)	74.700	149.400
	Macchinari	20.400	40.800
	Macchinari (Nuove acquisizioni)	51.375	102.750
	Impianti	0	
	Attrezzature Industriali e Commerciali	5.000	10.000
	Attrezzature (nuove acquisizioni)	2.228	
	Mobili e arredi	2.000	
	Mobili e arredi (nuove acquisizioni)	0	
	Macchine Ufficio	0	
	Macchine Ufficio (nuove acquisizioni)	685	
	Telefoni	0	
	Telefoni (nuove acquisizioni)	0	
B.III	Immobilizzazioni finanziarie	0	
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI		156.388	302.950
TOTALI VOCI ATTIVO PATRIMONIALE		156.388	302.950

Pertanto, il Valore del Capitale Netto rettificato è quantificato in Euro 302.950.=.

Per quanto concerne il tasso di attualizzazione del sovra-reddito, trattasi dello strumento per ricondurre alla data di valutazione i surplus - nominali - di reddito futuri. Come tale si ritiene indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa collegandosi, viceversa, a parametri finanziari "senza rischio" (quale il tasso di rendimento di titoli di Stato per corrispondenti durate). Ciò premesso si è ritenuto opportuno utilizzare un tasso pari al 3,49% (BTP a 10 anni).

In merito al periodo di capitalizzazione, esso dovrebbe, in teoria, coincidere con la durata probabile dell'azienda.

Non trovandosi l'azienda in una situazione che possa offrire garanzie circa la

possibilità di una sicura prosecuzione dell'attività, anche in considerazione della soggezione ad una procedura concorsuale, e vista la tipologia dell'attività esercitata, non pare plausibile utilizzare l'ipotesi a capitalizzazione illimitata; pertanto, a fini prudenziali, è stata adottata l'ipotesi di una durata limitata di 5 anni. Sulla base delle considerazioni sopra esposte, la determinazione dell'avviamento (A), quale componente autonoma del complessivo valore aziendale, si va così a calcolare:

$$A = [R - K * i] * an_{i'}$$

dove

R = reddito medio atteso: Euro 101.206.=-;

K = patrimonio netto rettificato: Euro 302.950.=-;

i = tasso di remunerazione del patrimonio netto rettificato: 12,50%

i' = tasso nominale di attualizzazione: 3,49%;

n = durata nel tempo del sovra reddito, pari a 5 anni;

an_{i'} = la rata annuale posticipata di una rendita periodica e limitata della durata di n anni, da costituire al tasso di capitalizzazione i'.

Sulla base di tale impostazione, il valore attuale del **sovrareddito (A)** quinquennale della azienda, ossia il valore di avviamento, risulta essere pari ad **Euro 286.052.=-**.

Di conseguenza, la stima del Valore aziendale utilizzando il metodo misto è pari a **Euro 442.440.=-**, dato dalla somma del Patrimonio e dell'Avviamento (Euro 156.388 + Euro 286.052).

Non discostandosi in modo rilevante, tale valore, da quello determinato con il metodo principale selezionato, possiamo ritenere che il valore ottenuto con il metodo principale possa essere assunto a valido riferimento.

* * *

6. RIEPILOGO GENERALE DELLA VALUTAZIONE ED ATTESTAZIONE.

La sottoscritta, perciò, con buona approssimazione, ritiene che il più probabile valore patrimoniale della società oggetto di valutazione, alla data del 30 giugno 2025, sia di Euro 430.115.= che può esprimersi in un valore, arrotondato per difetto, non inferiore ad Euro 430.000,00 (quattrocentotrentamila/00).

In relazione a quanto precede la sottoscritta, in esecuzione del mandato conferitole, può affermare che la valutazione delle voci costituenti il patrimonio sociale della Società è stata effettuata in ottemperanza degli scopi comunicati, e

attesta

- che il valore patrimoniale della Azienda di proprietà della società S.R.L.", alla data del 30 giugno 2025, può esprimersi in un importo non inferiore, per arrotondamento, ad Euro 430.000,00 (quattrocentotrentamila/00), attribuibile alle quote sociali come segue:

- quota 71,54% al sig. Euro 307.622,00.;

- quota 28,46% alla sig.ra Euro 122.378,00.=.

Con osservanza.

Venezia Mestre, 30 giugno 2025

Il perito estimatore

dott.ssa Michela De Dea

Allegati:

1. Bilanci normalizzati anni 2020 - 2021 - 2022 e 2023;
2. *Risk free rate* - rendimento a scadenza del BTP Italia a 10 anni pubblicato da "Il Sole 24 Ore";
3. Coefficiente *Beta* - coefficiente di rischio "Total Beta Unlevered" relativo ai paesi Western Europe per il settore "*Diversified*":
 - 3.1 Anno 2022;
 - 3.2 Anno 2023;
 - 3.3 Anno 2024;
4. *Risk premium* - *equity risk premium* corrispondente all'Italia;
5. Tabella completa dei cespiti;
6. Perizia redatta dai periti Pietro Pasqualetto e Roberta Pasqualetto, con quantificazione valore complessivo dei beni aziendali.



