

**Stima del valore di mercato (i) del ramo d'azienda
concesso in affitto alla [REDACTED] della
partecipazione dell'1% nella Truck Village
Colleferro S.c.a.r.l. e (iii) della partecipazione
dell'1,6% nella P.I.P. Colleferro S.c.a.r.l.**

14 settembre 2022

PROF. RICCARDO TISCINI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

VIA G. PAISIELLO N. 24 – 00198 ROMA TEL. 06 80693675 – FAX 06 80687648 e mail : r.tiscini@studiotiscini.it

Indice

1. PREMESSA E FINALITÀ DELLA STIMA	3
2. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI	5
3. IPOTESI, LIMITI E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	6
4. I BENI OGGETTO DI VALUTAZIONE	8
4.1 DESCRIZIONE DEL RAMO D'AZIENDA CEAM	8
4.2 DESCRIZIONE DELLA TRUCK VILLAGE	10
4.3 DESCRIZIONE DELLA PIP	10
5. IL CONTESTO VALUTATIVO	11
6. VALUTAZIONE D'AZIENDA: LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE CORRENTEMENTE UTILIZZATE NELLA PRASSI PROFESSIONALE	15
7.1 I METODI PATRIMONIALI	15
7.2 I METODI REDDITUALI	16
7.3 I METODI FINANZIARI	16
7.4 I METODI DI MERCATO	17
7.5 I METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI	18
7. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE	19
8. LA VALUTAZIONE DEL RAMO CEAM CON IL METODO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA ATTESI (“DISCOUNTED CASH FLOW MODEL”)	24
8.1 PREMESSA	24
8.2 I FLUSSI FINANZIARI ATTESI	24
8.2.1 PREVISIONI ECONOMICHE DEL PERIODO 2022-2024	25
8.2.2 PREVISIONI ECONOMICHE POST 2024	26
8.2.3 VARIAZIONI DI CAPITALE CIRCOLANTE NETTO E INVESTIMENTI IN IMMOBILIZZAZIONI	27
8.2.4 FLUSSI DI CASSA OPERATIVI ATTESI	28
8.3 LA STIMA DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	29
8.3.1 IL TASSO EQUO DI REDDITIVITÀ	30
8.3.2 IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE	35
8.4 LA STIMA DELL'EQUITY VALUE DEL RAMO CEAM	35
9. LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI CON IL METODO PATRIMONIALE	38
9.1 LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DELLA QUOTA PARTECIPATIVA DETENUTA IN PIP	38
9.2 LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DELLA QUOTA PARTECIPATIVA DETENUTA IN TRUCK VILLAGE	40
10. CONCLUSIONI	45

1. Premessa e finalità della stima

Il Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università Mercatorum di Roma e Professore a contratto di Financial Reporting e Performance Measurement presso l'università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, con studio in Roma, Via Giovanni Paisiello 24, ha ricevuto l'incarico di redigere per conto del fallimento n. 48/2020 C.E.A.M. Costruzioni Elettriche e Assemblaggio Meccanico S.r.l. (di seguito anche "Fallimento CEAM") la presente relazione di stima (i) del valore di mercato del ramo d'azienda "CEAM" (anche "Ramo CEAM"), (ii) del valore di mercato della partecipazione dell'1,6% detenuta nella P.I.P. Colleferro S.c.a.r.l., e (iii) del valore di mercato della partecipazione dell'1% detenuta nella Truck Village Colleferro S.c.a.r.l.

La relazione è redatta a fini conoscitivi nell'ambito dell'operazione di cessione dei 3 *assets* tramite procedura competitiva.

La valutazione comporta la stima di configurazioni di valore che rientrano nel concetto generale di valutazione economica del capitale aziendale e che richiedono l'adozione di tecniche di valutazione delle aziende e di rami d'azienda.

Per valore economico del capitale s'intende quel valore generale che può essere negoziato tra un compratore e un venditore in assoluta libertà di agire e in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il "valore economico del capitale" corrisponde alla configurazione di valore c.d. del "valore intrinseco", secondo quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione). Il "valore economico del capitale", o "valore intrinseco", esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi (PIV, I.6.8). Il "valore intrinseco" dipende dalle specifiche condizioni dell'azienda e dell'ambiente in cui opera, ma non dalle variabili di



mercato non giustificabili da variabili fondamentali dell'azienda. Tali variabili di mercato si riflettono invece nel "valore di mercato", che è il prezzo al quale verosimilmente l'azienda o il ramo d'azienda potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV, I.6.3).

Nel caso specifico, il valore economico del capitale è la base informativa fondamentale per l'apprezzamento del valore dei rami d'azienda, ma l'identificazione del più probabile prezzo di cessione, rispetto al quale valutare la congruità delle offerte ricevute nell'ambito della procedura competitiva, richiede che la stima tenga conto sia dello specifico contesto di mercato, sia del potere contrattuale delle parti. Nel caso in oggetto, la parte venditrice è una procedura concorsuale che ha l'obbligo di vendere, sicché il più probabile prezzo di cessione tende a essere inferiore al valore intrinseco e al valore di mercato. Tuttavia, al fine di rappresentare una base informativa per la fissazione delle condizioni di vendita nell'interesse dei creditori, la presente valutazione si riferisce alla configurazione del valore economico (o valore intrinseco), rispetto al quale fissare una base d'asta eventualmente con possibilità di accettazione di offerte in misura anche inferiore, secondo quanto previsto dalla normativa applicabile, per tenere conto che la vendita avverrà in condizioni di liquidazione forzata.

Tutte le predette configurazioni di valore rappresentano un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa e della sua evoluzione prospettica.

La data di riferimento delle valutazioni è il 31 dicembre 2021.





2. Informazioni e documenti utilizzati

Al fine della redazione della presente perizia, il Fallimento CEAM ha provveduto a fornire i seguenti documenti:

- Bilancio CEAM S.r.l. (di seguito anche “CEAM”) al 31.12.17, al 31.12.18, al 31.12.19;
- Situazione contabile della CEAM al 05.11.20;
- Contratto di affitto di azienda tra CEAM e la ██████████ (di seguito anche “Imeco”);
- Bilancio ██████████ al 31.12.20 e al 31.12.21;
- Bilancio della P.I.P. Scarl (di seguito anche “PIP”) al 31.12.20;
- Bilancio della Truck Village Colleferro Scarl (di seguito anche “Truck Village”) al 31.12.18, 31.12.19, 31.12.20 e al 31.12.21;
- Atto costitutivo e statuto della Truck Village;
- Visura storica della PIP.

Ai fini della valutazione, tali informazioni sono state integrate dallo scrivente con informazioni e statistiche relative all’andamento delle aziende e del mercato d’interesse delle aziende oggetto di valutazione.





3. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico

Le conclusioni del lavoro svolto devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società o sono state tratte da fonti pubbliche;
- lo 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 alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- 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 delle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate;





- la determinazione del valore di mercato del ramo d'azienda e delle partecipazioni viene effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2021;
- lo scrivente non ha provveduto ad effettuare verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento delle società;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- l'incarico è stato svolto tenendo in considerazione anche le indicazioni fornite dai Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione).



4. I beni oggetto di valutazione

4.1 Descrizione del ramo d'azienda CEAM

Con scrittura privata registrata in data 23.01.20 la CEAM (in qualità di parte concedente) concedeva in affitto alla Imeco (in qualità di affittuaria), per un periodo di 3 anni (non rinnovabili), un ramo d'azienda composto da:

- N. 5 SOA (OG1 CLASSE III, OG10 CLASSE II, OGI1 CLASSE I, OS28 CLASSE III BIS, OS30 CLASSE IV)
- N. 10 automezzi (di seguito elencati)

CEAM Srl - Elenco Autovetture									
Costruttore	Modello	Descrizione	Posti	Targa	Immatricolato	Acquistato	Alimentazione	Cilindrata	Potenza (kw)
Ford	Transit	Furgone chiuso, passo lungo	9	CL 698 FX	03/12/2003	03/03/2005	Gasolio	1998	92
Fiat	Ducato	Furgone con cassone aperto	7	CM 761 YV	30/03/2004	28/05/2004	Gasolio	2286	81
Fiat	Ducato	Furgone con cassone aperto, passo lungo	7	ED 061 YV	24/11/2010	24/11/2010	Gasolio	2287	82
Fiat	Doblo'	Furgone chiuso	2	CF 915 MR	11/06/2003	12/02/2019	Gasolio	1910	74
Fiat	Doblo'	Furgone chiuso a vetri	5	EI 017 NJ	23/06/2011	23/06/2011	Gasolio	1598	77
Fiat	Fiorino	Furgone chiuso	2	DV 325 FN	12/03/2009	12/03/2009	Gasolio	1248	55
Daimler AG	Smart	AD Coupé	2	DW 184 JH	06/03/2009	19/03/2012	Benzina	999	52
Fiat	Doblo'	Furgone chiuso a vetri	5	CH 072VD	05/08/2003	05/08/2003	Gasolio	1910	74
BMW	X3	AC Familiare	5	EG 852 BL	28/01/2011	24/02/2015	Gasolio	1995	135
ILG	1930 BS	Piattaforma elevabile sernovente verticale	2	1200013454	20/04/2007	2008	Batteria	///	///

- Contratti in corso (di seguito elencati);

CEAM Srl - Elenco utenze/contratti passivi	
Contratti	Scadenza
Stampante OLIVETTI	Trimestrale
Centralino telefonico	Trimestrale
Consulenza sicurezza-t3pp	Mensile
Consulenza estintori e cpi	Semestrale
Consulenza privacy	Semestrale
Noleggio-Fleet attrezzatura	Mensile
Impresa di pulizie	Mensile
Consulente del lavoro	Mensile
Dottore Commercialista	Mensile
Servizio pec, mail, fattura elettronica	Annuale
Certificato F-Gas	Annuale
Certificato SOA	Annuale
Certificato ISO 9001	Annuale
Rifiuti	Annuale
Manutenzione ponte elevabile	Annuale
Manutenzione caldaia	Annuale
Manutenzione PC e Server	A richiesta
Assicurazione Aziendale	Semestrale
Assicurazioni autovetture	A scadenza
Utenze Acqua	Trimestrale
Utenze Gas	Mensile
Utenze Energia elettrica	Mensile
Telefonia fissa e mobile	Bimestrale
Telepass	Mensile
Manutenzione automezzi	Mensile
Carburante automezzi	Mensile

- Attrezzature e rimanenze (allegato n.1);
- N. 18 dipendenti (di seguito elencati).

CEAM Sri - Elenso Addetti						
Nr.	Contratto	Livello	Ruolo	Data assunzione	Tipologia contratto	Scadenza
1	IMPIEGATA D' ORDINE	2°	Segreteria/Amministrazione	01/06/2009	Indeterminato	Part-time 75% (6 h)
2	CABLATORE	5°	Operaio	01/08/1997	Indeterminato	
3	ELETRICISTA	3°	Ufficio acquisti	01/12/2009	Indeterminato	
4	ELETRICISTA	5°	Resp. tecnico/Amministrazione	01/06/2006	Indeterminato	
5	MANOVALE	1°	Operaio	19/10/2014	Indeterminato	
6	INSTALLATORE IMPIANTI	3°	Operaio	01/12/2010	Indeterminato	
7	DISEGNATORE	3°	Disegnatore/Ufficio tecnico	03/07/2006	Indeterminato	
8	GIUNTISTA	3°	Operaio	12/05/2009	Indeterminato	
9	MANUTENTORE ELETTRICO	3°	Operaio	30/07/2018	Determinato	24/01/2020
10	ELETRICISTA	4°	Operaio	12/05/2009	Indeterminato	
11	ELETRICISTA	4°	Operaio	05/11/1998	Indeterminato	
12	CABLATORE	4°	Operaio	15/01/2019	Determinato	24/01/2020
13	ELETRICISTA	5°	Dir. Tecnico	01/07/1987	Indeterminato	
14	ELETRICISTA	3°	Operaio	13/02/2019	Determinato	24/01/2020
15	GIUNTISTA	3°	Operaio	10/06/2014	Indeterminato	
16	MANOVALE	1°	Ufficio tecnico/Amministrazione	08/06/2015	Indeterminato	
17	ELETRICISTA	3°	Operaio	02/10/2006	Indeterminato	
18	ELETRICISTA	3°	Operaio	15/01/2019	Determinato	24/01/2020

Di seguito si riporta il riepilogo del perimetro del ramo:

PERIMETRO RAMO			
Descrizione	Numero	Costo o VNC	Nota
SOA	n.5		
automezzi	n.10	5.239	valore netto contabile
contratti passivi	n. 26	133.311	costo annuo
attrezzature		22.612	valore netto contabile
rimanenze		124.685	valore netto contabile
dipendenti	n.18	617.888	costo annuo

Il contratto di affitto prevede che restano a carico della concedente le situazioni soggettive attive e passive e, quindi, crediti, diritti, debiti, ed obblighi in genere, compresi quelli inerenti ad imposte, tasse, contributi previdenziali, oneri, impegni, responsabilità e sopravvenienze passive, risultanti o meno dalle scritture contabili, che siano relativi o comunque da riferirsi alla pregressa gestione del ramo di azienda e, comunque, sino alla data di decorrenza del contratto, nessuno escluso (ad eccezione del TFR).

Il corrispettivo per l'affitto è stabilito in euro 30 mila annui per il 1° anno, euro 36 mila annui per il 2° anno, ed euro 42 mila annui per il 3° anno.



L'attività del ramo d'azienda concesso in affitto è relativa all'installazione di impianti elettrici, inclusa la relativa manutenzione e la riparazione.

4.2 Descrizione della Truck Village



Il Fallimento CEAM detiene una partecipazione dell'1% nella Truck Village.

La Truck Village è una S.c.a.r.l. che possiede e gestisce una piattaforma di accoglienza e servizi per automezzi che possono sostare in un'area di 75.000 mq in zona Colleferro (Roma) con la possibilità di usufruire di servizi tecnici e alla persona.

Al 31.12.21 la Truck Village ha un patrimonio netto di euro 3,0 milioni, un valore della produzione di euro 0,6 milioni, e un utile netto di euro 0,1 milioni.

4.3 Descrizione della PIP



Il Fallimento CEAM detiene una partecipazione dell'1,6% nella PIP.

La PIP è una S.c.a.r.l. con oggetto sociale *“la costruzione, la manutenzione e la gestione di impianti di depurazione degli scarichi degli insediamenti produttivi”*.

Al 31.12.20 (ultimo bilancio disponibile) la PIP aveva un patrimonio netto di euro 134 mila, un valore della produzione di euro 46 mila, e una perdita di euro 12.



5. Il contesto valutativo

Secondo il pensiero unanime della dottrina aziendalistica e della migliore prassi professionale, il valore economico di un'azienda non deve riflettere valutazioni di natura soggettiva, né apprezzamenti dipendenti dalla forza contrattuale delle parti.

Tali variabili, che influenzano nella pratica i processi di negoziazione e di determinazione dei prezzi, non devono invece influire sulla valutazione del "valore economico", caratterizzata dalla generalità, dalla neutralità e dall'astrattezza dell'ottica di valutazione.

Il valore economico, quindi, è stimato quale valore generale dell'azienda o delle singole quote, corrispondente al prezzo che potrebbe formarsi in una transazione tra parti indipendenti, in normali condizioni di mercato, tenuto conto delle sole ipotesi, limitazioni e specificità operative dell'azienda che esplicherebbero i loro effetti nei confronti della generalità dei potenziali soggetti economici.

Nel caso di aziende o partecipazioni, si parla anche di valore economico odierno (o valore intrinseco, o valore *stand-alone*), inteso come il valore risultante dall'attualizzazione dei flussi economico-finanziari futuri che l'azienda può sviluppare quale frutto di una capacità "già dimostrata, o raggiungibile con ragionevole probabilità, sulla base di premesse economiche già in atto e individuate tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi nel breve termine"¹.

Il valore economico odierno è la configurazione di valore maggiormente rispondente alle esigenze di garanzia dei terzi e di razionalità e verificabilità della valutazione in occasione di operazioni che coinvolgono gli interessi di diversi soggetti, tra le quali anche l'individuazione del più probabile prezzo di cessione. Nelle cessioni di *assets* il cui ricavato viene distribuito ai creditori nell'ambito di una procedura concorsuale, è fisiologico aspettarsi un valore di realizzo inferiore al valore economico, in ragione del fatto che la parte venditrice è obbligata a vendere in un tempo breve. Tale valore viene generalmente identificato nella configurazione del valore di liquidazione forzata.

¹ L. Guatri – M. Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Egea, 2005, p. 479.



In tal senso, il valore economico odierno si distingue dal valore economico potenziale, inteso come il valore attuale dei flussi attesi nel medio-lungo termine, anche riferibili a capacità non ancora espresse dall'azienda, e dal valore di acquisizione (o valore d'investimento), inteso come il valore massimo di convenienza dell'acquisizione nella prospettiva di uno specifico acquirente (che include pertanto anche i benefici connessi alle sinergie ritraibili con l'acquisizione del controllo).

Il "valore economico" di un'azienda, di un suo ramo o di sue quote di partecipazione si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare ritorni economico-finanziari. Chi acquisisce un'azienda o una parte di essa, infatti, riceve in primo luogo la disponibilità di un patrimonio, che deve essere apprezzato in quanto aggregato statico di elementi aventi ciascuno un valore economico. Allo stesso tempo, tuttavia, l'acquirente entra in possesso di un sistema aziendale in funzionamento, dotato di una più o meno spiccata capacità di creazione di nuova ricchezza che può essere all'origine di un pregio economico addizionale.

La dimensione patrimoniale e la dimensione reddituale della stima tendono ad allinearsi sugli stessi valori quando l'azienda od un suo ramo offre una redditività "normale", cioè appena sufficiente alla remunerazione "equa" dei mezzi propri investiti nell'azienda (espressi dal valore patrimoniale), tenendo conto del grado di rischio che essa presenta per l'investitore.

Se, invece, la capacità di reddito è inferiore a quella "equa", è evidente che nessun operatore sarà disposto a riconoscere per l'acquisizione dell'azienda o di parte di essa un prezzo pari al valore patrimoniale, poiché un simile investimento non sarebbe adeguatamente remunerato.

In presenza di una redditività superiore al normale, al contrario, l'investitore sarà senz'altro disposto a corrispondere, per un ipotetico acquisto dell'azienda o di parte di essa, un prezzo più elevato rispetto a quello del mero contenuto patrimoniale.

In quest'ultima ipotesi si parla di valore di avviamento (*goodwill*). Nella ipotesi precedente si è in presenza, invece, di un avviamento negativo (*badwill*).





La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato numerosi metodi per la valutazione delle aziende o di rami di esse, che sono di seguito brevemente menzionati.

In ogni caso, pur in presenza di diverse metodologie, è concorde opinione della dottrina e della migliore prassi professionale che il valore economico di un'azienda o di sue partecipazioni destinate ad essere utilizzate nell'ambito di attività imprenditoriali dipenda innanzitutto dalla sua capacità di generare ritorni economici. Ne consegue che la stima dovrebbe essere fondata sull'attualizzazione dei risultati economico-finanziari che l'impresa potrà produrre in futuro.

La consistenza del patrimonio aziendale (c.d. valore patrimoniale), nella più ampia accezione riferita sia agli elementi materiali che agli elementi immateriali autonomamente identificabili e trasferibili, non può da sola esprimere il valore economico di un'azienda, ma costituisce tuttavia un'utile informazione sulla composizione del valore. La differenza tra il valore economico ed il valore patrimoniale costituisce, come detto, l'avviamento.

Nell'ambito dei Principi Italiani di Valutazione (Piv), il valore economico corrisponde al valore intrinseco, che è funzione dei benefici ritraibili dall'azienda. In normali condizioni di mercato e assumendo la prospettiva generale dei partecipanti al mercato, esso approssima la configurazione del "valore di mercato", definito come *"il prezzo al quale verosimilmente (l'azienda) potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)"*².

Il valore di mercato è una stima *"point in time"*, legata a specifiche condizioni di mercato alla data di valutazione, e rappresenta il prezzo più probabile sul mercato negoziabile tra soggetti informati, prudenti e razionali e che quindi utilizzano in modo consapevole tutta l'informazione disponibile per ottenere il prezzo loro più favorevole.

Il valore normale di mercato è quindi un valore teorico di scambio che assume la prospettiva del partecipante al mercato e del massimo e miglior uso (*highest and best use*).

² PIV, par. I.6.3.



Poiché il fallimento deve determinare il prezzo da porre a base d'asta per i beni da cedere, al fine di ottenere il maggior valore di realizzo possibile, che sia al contempo congruo per i partecipanti al mercato, la configurazione di valore utilizzata per la stima è quella del "valore di mercato". Tuttavia, è noto che il valore di presumibile realizzo dalle procedure competitive esperite da una procedura fallimentare tende a porsi significativamente al di sotto del valore di mercato, in ragione dell'obbligo di vendere in un tempo breve.



Nel seguito della presente relazione, verranno brevemente presentati i metodi di valutazione delle aziende e delle partecipazioni societarie correntemente accettati dalla dottrina e dalla migliore prassi professionale.



6. Valutazione d'azienda: le metodologie di valutazione correntemente utilizzate nella prassi professionale

In relazione alle analogie esistenti tra valore recuperabile e valore economico di partecipazioni, aziende o rami d'azienda, si premette una breve rassegna dei metodi di valutazione delle aziende generalmente accettati dalla prassi professionale.

7.1 I metodi patrimoniali

Le stime di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili (patrimonio netto rettificato).

Tali valori correnti sono costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Le condizioni di produzione da cui dipende il successo aziendale si identificano tuttavia anche con una serie di beni immateriali legati al marketing o alla tecnologia (quali brevetti, *know how*, marchi etc.), che in caso di generazione interna non sono iscritti in bilancio o lo sono in misura pari ai soli costi sostenuti (che non sono espressivi del valore economico dei beni stessi). Poiché si tratta di beni giuridicamente trasferibili ed aventi un valore specifico per la loro capacità reddituale, la dottrina e la prassi professionale più evolute propendono per l'inclusione di tali beni nelle stime patrimoniali, così da tenere conto, anche se in via indiretta, delle prospettive economiche dell'azienda.

A seconda che questi fattori siano o meno considerati nelle stime, si distinguono pertanto:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono nell'attivo solo i beni materiali ed i beni immateriali iscritti in bilancio;

– i metodi patrimoniali complessi, che includono l'apprezzamento dei beni immateriali non iscritti in bilancio.

7.2 I metodi reddituali

I metodi reddituali fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, insieme ai metodi finanziari. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda (come quello di un bene in generale) sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I metodi reddituali, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio. È tuttavia possibile applicare tale metodo attualizzando al costo medio ponderato del capitale i redditi operativi al netto delle imposte. Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende industriali, commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

7.3 I metodi finanziari

Anche i metodi finanziari fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, come i metodi reddituali.

I metodi finanziari, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa disponibili l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).



Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per gli azionisti, ovvero al costo medio ponderato del capitale, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito. Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui esiste una forte discrepanza tra redditi e flussi di cassa (ad esempio perché l'azienda sostiene forti investimenti nello sviluppo dimensionale e tecnologico o vive una forte fase di espansione dei fatturati e del capitale circolante).



La formula generale è la seguente:



$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$



7.4 I metodi di mercato



I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato.



I metodi di mercato sono così classificabili:



- metodi di borsa;
- metodi delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

I metodi di borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Tali metodi possono essere utilizzati per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate (metodo delle società comparabili).



I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore desunto dai prezzi fatti in transazioni recenti fuori dai mercati regolamentati, aventi per oggetto aziende similari.





I metodi empirici si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche, quali il fatturato, il reddito, il numero di unità produttive, etc..).



7.5 I metodi misti patrimoniali-reddituali

Quando le stime di tipo reddituale e di tipo patrimoniale conducono a risultati sensibilmente diversi, può rendersi necessaria, una lettura unitaria dei due fondamentali profili di apprezzamento del valore.



I metodi di valutazione misti si propongono, appunto, di ottenere un risultato che tenga conto di entrambe le dimensioni del problema di stima.



I metodi misti patrimoniali-reddituali si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore (costo di sostituzione) dei suoi elementi patrimoniali, sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.



Tali metodi determinano il valore di un'azienda come somma algebrica di due componenti:

- il valore patrimoniale, ottenuto dalla valutazione analitica di tutte le attività e di tutte le passività;
- l'avviamento, ottenuto come somma algebrica dei valori attuali delle differenze tra i redditi attesi ed il livello di reddito ritenuto equo (cioè al livello di reddito che garantisce una remunerazione soddisfacente all'investimento effettuato nell'azienda); tale differenza è chiamata sovrareddito, se positiva, o sottoreddito, se negativa.



Il presupposto del metodo è che un'azienda abbia un valore pari al capitale in essa investito, se produce redditi pari a quelli "equi" per l'investitore; abbia invece un valore superiore (o inferiore) se i redditi prodotti sono superiori (o inferiori) a quelli "equi".



Il valore patrimoniale è pertanto corretto con un elemento espressivo della maggiore o minore capacità di reddito dell'azienda rispetto alle attese medie degli investitori per impieghi di rischio analogo.



7. La scelta dei metodi di valutazione

Il valore di mercato è stimato quale prezzo al quale un'azienda (o un ramo di essa) potrebbe essere negoziata dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV I.6.3).

La valutazione di un'azienda si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare reddito. In presenza di aziende in funzionamento, tuttavia, la prima può considerarsi come elemento informativo complementare della seconda, che è la vera determinante del valore di un'azienda.

Ad avviso di chi scrive, non tutti i metodi discussi nel paragrafo precedente sono applicabili in maniera efficace alle fattispecie in analisi.

In particolare, occorre distinguere la stima del valore del ramo d'azienda dalla stima del valore delle due partecipazioni.

Seppur tutti i beni oggetto di stima siano complessi aziendali in funzionamento, e quindi siano da valutare sulla base delle relative prospettive reddituali e finanziarie future, si ritiene ragionevole utilizzare due metodologie distinte per il ramo d'azienda e le partecipazioni, in quanto il ramo d'azienda è un complesso aziendale sul quale il potenziale acquirente avrebbe il completo controllo, mentre le due partecipazioni si riferiscono a quote di minoranza di modesto ammontare per le quali il ruolo di un potenziale acquirente sarebbe irrilevante. Inoltre, relativamente al ramo d'azienda si hanno elementi tali da poter individuare le prospettive economico-finanziarie future, mentre per le due partecipazioni di minoranza si hanno a disposizione solo i dati dei bilanci pubblicati (al 2020 per PIP e al 2021 per Truck Village).

Nell'ambito dei metodi idonei a cogliere le prospettive reddituali e finanziarie future, il metodo finanziario è considerato, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più "razionale", poiché in grado di catturare sia la generazione di reddito che il profilo temporale della sua conversione in liquidità.

Si ritiene quindi che la valutazione tramite attualizzazione dei flussi finanziari esprima il congruo valore di trasferimento del patrimonio sociale oggetto di stima (che, in normali condizioni di mercato e tra parti libere di agire, approssima anche il valore intrinseco), poiché esprime le remunerazioni generabili a favore degli investitori, sulla base delle quali si basa il processo decisionale e di *pricing* di questi ultimi.

In situazioni strutturalmente non stabilizzate, con rilevanti differenze tra redditi distribuibili e flussi monetari determinate dalla contrazione o espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, i PIV suggeriscono di fare ricorso ai metodi finanziari, per tenere meglio conto di tali dinamiche.

Al paragrafo III.1.32, i PIV affermano anche che le stime di tipo reddituale sono preferibilmente utilizzabili nelle situazioni aziendali stabilizzate. Il principio dispone che *“nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari”*.

Nel caso in cui l'azienda si trova in fase di crescita, sostiene probabilmente rilevanti investimenti e subisce una progressiva espansione del capitale circolante netto. In tale circostanza, è naturale che gli utili operativi contabili divergano sensibilmente dai *cash flow* operativi. Lo stesso ragionamento può essere effettuato anche nelle opposte fasi di rallentamento della crescita e di riduzione dimensionale.

Per la valutazione del ramo d'azienda operativo di CEAM, lo scrivente ritiene opportuno, in linea di principio, applicare il metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF), il quale assegna un valore all'azienda in funzione dei flussi di cassa che è ragionevole attendersi si producano negli anni a venire, secondo la formula valutativa richiamata nei paragrafi precedenti.

In particolare, con il metodo DCF il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Il metodo DCF è pertanto in grado di cogliere gli effetti di situazioni con significativa discrepanza tra redditi e flussi di cassa.

Come già esplicitato nel paragrafo precedente, la formula generale del DCF è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

V = valore di mercato del ramo d'azienda;

CF_t = flusso di cassa operativo (*operating cash flow*) atteso per l'anno t-esimo;

i = tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*- WACC);

V_f = Terminal Value (valore finale), al tempo n, stimato sulla base del flusso finanziario stabilizzato;

n = orizzonte temporale di pianificazione analitica.

Il metodo potrebbe essere inaffidabile nel caso di orizzonti temporali di previsione troppo limitati in quanto i flussi di cassa nel breve periodo potrebbero rappresentare distorte previsioni della capacità dell'impresa di generare *cash flow* di lungo periodo.

Tale effetto è però corretto dalla stima del *Terminal Value*, ossia del valore dell'impresa al termine dell'orizzonte di previsione analitica. Nella stima del *Terminal Value* è essenziale la distinzione tra componenti transitorie e permanenti dei flussi di cassa.

Tra i vantaggi dell'applicazione del metodo del DCF viene talvolta indicata la maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione fondati sul reddito, in quanto il DCF si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione e neutralizza l'effetto delle voci di costo e ricavo non aventi natura monetaria (detti anche *accruals*) la cui determinazione è, in certa misura, esposta a valutazioni convenzionali e soggettive del management. In realtà, i metodi finanziari introducono elementi di soggettività nelle previsioni ancor maggiori di quelli reddituali, ma consentono di catturare in modo più attendibile la dinamica di generazione delle remunerazioni per l'investitore.

La determinazione del *Terminal Value* richiede un considerevole sforzo di normalizzazione dei risultati per esprimere un flusso proiettabile indefinitivamente oltre l'orizzonte di previsione esplicita. Tale flusso è stimato nell'ambito di una situazione



stazionaria (*steady state*), in cui si verifica la sostanziale convergenza dei flussi di cassa con i flussi di reddito medio-normali.

L'applicazione di tale metodo, come del resto anche degli altri metodi fondati sull'attualizzazione dei risultati e dei metodi misti patrimoniali-reddituali, può avvenire con due distinte modalità:

- la stima diretta del valore economico del patrimonio netto (variante “*levered*” o “*equity side*”);
- la stima indiretta del valore economico del patrimonio netto, che prevede dapprima la stima del valore economico dell'attivo netto d'impresa e la successiva somma algebrica della Posizione Finanzia Netta (variante “*unlevered*” o “*asset side*”).

Il metodo finanziario è applicato con più frequenza nella configurazione *asset side*. Ciò significa che per il tramite dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi (o *unlevered*) si giunge all'*enterprise value* e successivamente si perviene al valore dell'*equity* detraendo la posizione finanziaria netta corrente dell'impresa.

Relativamente alle due partecipazioni di minoranza, detenute in aziende con redditività molto bassa o negativa (per PIP il ROE 2020 è negativo mentre per Truck Village il ROE nel 2021 è pari al 2,4%), e per le quali non si hanno informazioni aggiuntive se non quelle desumibili dai bilanci depositati, la stima sulla base del metodo DCF non potrebbe fondarsi su informazioni attendibili e sarebbe comunque concettualmente inappropriata a esprimere il valore di quote di larghissima minoranza, che non conferiscono alcuna influenza sulla formazione e la destinazione dei flussi di cassa, con conseguente applicazione di sconti di minoranza e per carenza di liquidabilità. Infatti, data l'entità delle quote partecipative di minoranza (1% e 1,6%), può assumersi che l'eventuale valore di avviamento delle stesse sia compensato dagli sconti di liquidità e di minoranza generalmente applicabili per la cessione di quote partecipative di modesto ammontare in società non quotate. Pacchetti partecipativi di tali entità non offrono, per le aziende in questione, alcun potere decisionale, e sono quindi difficilmente liquidabili. Nel caso di specie quindi, non potendosi impiegare un metodo basato sui risultati reddituali e





finanziari attesi, si utilizzerà il metodo patrimoniale semplice, che stima il valore delle partecipazioni sulla base della quota di patrimonio netto contabile detenuta.

Relativamente al Ramo CEAM invece, considerato che le prospettive economico-finanziarie possono nel caso specifico essere desunte, avendo maggiore contezza del business e di quanto incluso nel perimetro del ramo, e considerando che un potenziale acquirente avrebbe il completo controllo sui flussi reddituali e finanziari del ramo, può impiegarsi il metodo del DCF, applicato nella versione *asset side*, poiché oggetto di stima è un complesso di beni privi di rilevanti passività verso banche.





8. La valutazione del Ramo CEAM con il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (“Discounted Cash Flow Model”)

8.1 Premessa



La valutazione del Ramo CEAM con il *Discounted Cash Flow Model* (DCF) è compiuta attualizzando i flussi finanziari attesi, sulla base delle prospettive di risultato autonomamente ipotizzate dallo scrivente per il periodo 2022-2024, secondo la formula valutativa richiamata nel paragrafo 7.

Nello specifico, lo scrivente ha assunto quale base per la formulazione delle prospettive aziendali i dati del bilancio 2021 e i risultati previsti successivamente sulla base delle condizioni gestionali del ramo.

Per la valutazione dell’azienda sulla base dei risultati prospettici, la prassi professionale, la letteratura³ e i principi contabili internazionali⁴ individuano, in termini generali, in 3-5 anni l’orizzonte di riferimento suggerito per l’attualizzazione dei flussi finanziari. Nel caso in analisi, la previsione analitica è estesa nel periodo 2022-2024. Tale orizzonte temporale è idoneo a ben rappresentare le prospettive di continuità dell’impresa, evitando al contempo previsioni analitiche molto lontane nel tempo, che potrebbero risultare di scarsa attendibilità. L’applicazione del metodo del DCF comporta inoltre la stima del costo medio ponderato del capitale, al fine del riporto a valore attuale dei flussi finanziari stimati.

8.2 I flussi finanziari attesi

I flussi finanziari attesi devono essere stimati impiegando una base informativa la più ampia possibile, che generalmente include sia i risultati storici del recente passato,

³ L. Guatri e M. Bini. (2009). *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea.

⁴ IAS 36, par 33-b.





che i risultati prospettici derivanti da piani aziendali (redatti dal *management*, ed eventualmente integrati o rettificati dall'esperto) e da previsioni di settore.

Nel caso specifico i risultati economici storici del recente passato sono disponibili, mentre non sono disponibili *budget* o piani aziendali pluriennali.

In relazione ai risultati storici disponibili, occorre considerare quanto segue.

Il Ramo CEAM è stato concesso in affitto alla Imeco (società costituita a fine 2019) a inizio 2020. La Imeco è stata costituita per la conduzione in affitto del ramo CEAM e pertanto il patrimonio in gestione alla stessa è rappresentato quasi unicamente dai beni inclusi nel contratto di affitto di ramo d'azienda. Quindi, le stime reddituali del periodo 2022-2024 sono state basate sui risultati economico-finanziari del 2021 della Imeco, generati nella qualità di affittuario del ramo d'azienda.

8.2.1 Previsioni economiche del periodo 2022-2024

Le previsioni per il triennio 2022-2024 sono basate sul bilancio 2021 della Imeco, ipotizzando una crescita inflattiva annua del 2%⁵.

Le proiezioni sono costruite quindi secondo una logica inerziale in ipotesi di continuità delle attuali condizioni economiche di produzione.

Pertanto, tutti i ricavi e tutte le voci di costo sono stimati nel triennio 2022-2024 sulla base dei dati 2021 della Imeco incrementati annualmente per la crescita inflattiva annua prevista.

Le imposte sono stimate sulla base dell'incidenza delle stesse sul risultato ante imposte di Imeco del 2020 e del 2021.

Sulla base di quanto sopra, nel triennio 2022-2024 si prevedono i seguenti risultati reddituali.

⁵ Obiettivo inflazione di medio-lungo termine della BCE.

	Bilancio 2020	Bilancio 2021	Previsione 2022	Previsione 2023	Previsione 2024
A) Valore della produzione	1.609.329	3.516.973	3.587.312	3.659.059	3.732.240
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.504.992	3.431.397	3.500.025	3.570.025	3.641.426
2) 3) variazioni delle rim. Di prod.	61.025	-	-	-	-
5) altri ricavi e proventi	43.312	85.576	87.288	89.033	90.814
B) Costi della produzione	1.540.361	3.430.122	3.498.724	3.568.699	3.640.073
6) per materie prime	541.647	1.440.255	1.469.060	1.498.441	1.528.410
7) per servizi	327.970	624.835	637.332	650.078	663.080
8) per god. Beni di terzi	37.517	78.674	80.247	81.852	83.489
9) per il personale	624.446	1.352.269	1.379.314	1.406.901	1.435.039
10) amm. E sval.	1.252	1.637	1.670	1.703	1.737
11) variaz. Rim. M.p.	-	79.496	81.086	82.708	84.362
14) oneri diversi di gestione	7.529	11.948	12.187	12.431	12.679
Differenza tra valore e costi della produzione	68.968	86.851	88.588	90.360	92.167
C) Proventi e oneri finanziari	- 282	- 10.491	- 10.701	- 10.915	- 11.133
D) Rettifiche di valore di attività e pass. Fin.	-	-	-	-	-
Risultato prima delle imposte	68.686	76.360	77.887	79.445	81.034
Imposte	21.169	18.500	18.870	19.247	19.632
Utile (perdita) d'esercizio	47.517	57.860	59.017	60.198	61.401

8.2.2 Previsioni economiche post 2024

Per la formulazione delle prospettive, l'orizzonte di previsione analitica è composto, come detto, dall'esercizio 2022 più i 2 esercizi successivi (periodo 2022-2024).

La proiezione dei flussi finanziari attesi è basata dunque sui risultati economici previsionali per gli anni 2022-2023-2024, quali risultanti dalle previsioni dello scrivente, sulla base delle prevedibili condizioni prospettiche dell'azienda.

Al termine dell'orizzonte di previsione analitica, si è assunta la generazione "a regime" di un flusso finanziario futuro normalizzato costante, per una durata illimitata, coerentemente con la caratteristica di "durabilità" del ramo d'azienda e di tendenziale stabilità del suo mercato.

Pertanto, il valore di mercato del Ramo CEAM, secondo tale metodo, è pari alla somma: (i) del valore attuale, al costo medio ponderato del capitale, dei flussi finanziari stimati sulla base della previsione economica pluriennale analitica e (ii) del Terminal Value ottenuto per capitalizzazione del flusso finanziario normalizzato costante generabile successivamente all'orizzonte di previsione analitica (situazione stazionaria "a

regime”); tale flusso normalizzato è assunto pari a quello dell’ultimo anno di previsione analitica (2024).

8.2.3 Variazioni di capitale circolante netto e investimenti in immobilizzazioni

Ai fini della previsione dei flussi finanziari, è necessario tenere conto: (i) delle variazioni del capitale circolante netto, e (ii) dei *capex* (investimenti).

Le variazioni dei crediti commerciali sono stimate assumendo un’incidenza costante degli stessi sul valore della produzione, pari a quella media del biennio 2020-2021.

Le variazioni dei debiti commerciali sono stimate assumendo un’incidenza costante degli stessi sui costi per acquisto di materie prime e servizi, costi per godimento beni di terzi e oneri diversi di gestione, pari a quella media del biennio 2020-2021.

Le variazioni delle rimanenze sono stimate assumendo un’incidenza costante delle stesse sui costi per acquisto di materie prime, pari a quella media del biennio 2020-2021.

La stima delle variazioni del capitale circolante netto è fornita nella tabella che

segue:

CCN	2020	2021	Beni del ramo	Dato partenza	2022	2023	2024
Rimanenze	65.746	145.243	si	145.243	163.232	166.497	169.827
Crediti correnti	1.050.884	2.179.536	no	-	2.282.812	2.328.468	2.375.038
Debiti correnti	1.093.773	1.837.830	no	-	2.203.512	2.247.582	2.292.534
CCN	22.857	486.949	145.243	145.243	242.532	247.383	252.331
Variazione CCN					97.289	4.851	4.948

I *capex* sono previsti pari agli ammortamenti, ipotizzando una necessità di investimenti pari al deprezzamento annuo del valore dei beni produttivi.

	2022	2023	2024
Ammortamenti	1.670	1.703	1.737
Investimenti (Capex)	- 1.670	- 1.703	- 1.737

Ne deriva la seguente previsione dei flussi di cassa.

	2022	2023	2024
EBIT	88.588	90.360	92.167
Imposte	- 18.870	- 19.247	- 19.632
Ammortamenti	1.670	1.703	1.737
Decremento (Incremento) CCN	- 97.289	- 4.851	- 4.948
Investimenti (Capex)	- 1.670	- 1.703	- 1.737
FCFO	- 27.571	66.262	67.587

8.2.4 Flussi di cassa operativi attesi

Sulla base di quanto sopra, si riportano i flussi finanziari attesi nel periodo 2022-2024:

	2022	2023	2024
A) Valore della produzione	3.587.312	3.659.059	3.732.240
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.500.025	3.570.025	3.641.426
2) 3) variazioni delle rim. Di prod.	-	-	-
5) altri ricavi e proventi	87.288	89.033	90.814
B) Costi della produzione	3.498.724	3.568.699	3.640.073
6) per materie prime	1.469.060	1.498.441	1.528.410
7) per servizi	637.332	650.078	663.080
8) per god. Beni di terzi	80.247	81.852	83.489
9) per il personale	1.379.314	1.406.901	1.435.039
10) amm. E sval.	1.670	1.703	1.737
11) variaz. Rim. M.p.	- 81.086	82.708	- 84.362
14) oneri diversi di gestione	12.187	12.431	12.679
EBIT	88.588	90.360	92.167
Imposte	- 18.870	- 19.247	- 19.632
Ammortamenti	1.670	1.703	1.737
Decremento (Incremento) CCN	- 97.289	- 4.851	- 4.948
Investimenti (Capex)	- 1.670	- 1.703	- 1.737
FCFO	- 27.571	66.262	67.587

Il flusso finanziario dello *Steady State* è quello generabile indefinitamente nel tempo dopo l'orizzonte di previsione analitica e deriva da assunzioni gestionali stabilizzate, tipiche di una situazione stazionaria.

Il flusso finanziario medio normalizzato nella situazione stazionaria è stimato sulla base del risultato economico atteso per l'anno 2024 ed è caratterizzato

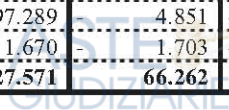


dall'uguaglianza di ammortamenti e investimenti (Capex) e da variazioni del Capitale circolante netto nulle.

Si riportano di seguito i flussi finanziari del periodo di previsione analitica e dello *Steady State* (importi in euro):



	2022	2023	2024	Steday State
EBIT	88.588	90.360	92.167	92.167
Imposte	- 18.870	- 19.247	- 19.632	- 19.632
Ammortamenti	1.670	1.703	1.737	1.737
Decremento (Incremento) CCN	- 97.289	4.851	- 4.948	-
Investimenti (Capex)	- 1.670	- 1.703	- 1.737	- 1.737
FCFO	- 27.571	66.262	67.587	72.535



8.3 La stima del tasso di attualizzazione

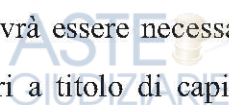


L'applicazione del metodo DCF e del metodo misto patrimoniale-reddituale nella versione *asset side* comporta la determinazione del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, o *wacc*).

Il costo medio ponderato del capitale è pari al rendimento medio normale atteso dagli investitori in aziende operanti nello stesso settore ed aventi un profilo di rischio specifica (influenzato dal grado di indebitamento, dal grado di leva operativa, dal posizionamento competitivo, dall'intensità delle minacce ecc.) simile al complesso aziendale oggetto di valutazione.

In altre parole, tale tasso è pari al rendimento medio che il capitale avrebbe in investimenti alternativi a parità di rischio (cosiddetto "tasso opportunità").

Poiché il procedimento esprime il valore di mercato sulla base di flussi finanziari di natura operativa e di attivi operativi, al lordo della remunerazione dei finanziamenti esterni, il costo medio ponderato del capitale dovrà essere necessariamente una media ponderata del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di rischio e del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di credito.



In formula si ha:

$$WACC = \frac{E}{E+D} * R_E + \frac{D}{E+D} * R_D * (1 - T)$$

dove:

- wacc = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);
- R_E = tasso equo di redditività del capitale di rischio;
- $E/(E+D)$ = peso del capitale di rischio sul capitale investito;
- R_D = costo medio del capitale di credito (al netto dell'effetto fiscale legato alla deducibilità degli interessi passivi);
- $D/(E+D)$ = peso dei debiti finanziari sul capitale investito;
- T = tax rate.

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

1. il tasso equo di redditività del capitale di rischio;
2. il costo medio dei debiti finanziari.

Il costo medio ponderato del capitale sarà calcolato *after-tax*, coerentemente con la configurazione di reddito oggetto di previsione.

8.3.1 Il tasso equo di redditività

Le metodologie per la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio possono generalmente essere ricondotte ai seguenti metodi:

- 1) metodo della “costruzione per fattori” (“*build up approach*”);
- 2) metodi che utilizzano informazioni di mercato, quali il CAPM (“*Capital Asset Pricing Model*”).



Entrambi i metodi interpretano il tasso equo come pari al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (“tasso puro”, o “ r ”), maggiorato di un congruo premio al rischio (“ s ”). Il problema valutativo, come è noto, riguarda soprattutto il premio al rischio, in quanto la componente r è in genere eguagliata al rendimento dei titoli di stato, che è noto.

Il metodo della “costruzione per fattori” consiste nella individuazione analitica dei fattori di rischio dell’azienda e nella stima di una maggiorazione per ciascuno di essi.

Il CAPM prevede invece la maggiorazione del tasso puro tenendo conto di due fattori:

- il premio al rischio di mercato, rappresentativo dell’eccedenza di rendimento che in media il mercato azionario garantisce rispetto a quello dei titoli di stato;
- il correttivo per il rischio sistematico di settore e d’azienda, calcolato in funzione della volatilità, espressa dall’indice b , delle quotazioni delle aziende del settore o della specifica azienda (se quotata), nonché da ulteriori elementi di rischio specifici dell’azienda.

I due procedimenti differiscono soprattutto per le modalità di stima del premio al rischio d’azienda, che in un caso è apprezzato intuitivamente dal perito, nell’altro è tratto dai rendimenti di mercato. Il metodo CAPM, pertanto, si adatta maggiormente alla valutazione di aziende quotate o di aziende che, pur non essendolo, possano essere comparate con aziende quotate dello stesso settore, in quanto aventi una struttura del business molto simile. Essendo presenti società quotate operanti in business comparabili a quello dei rami d’azienda oggetto di valutazione, si ritiene corretto applicare un metodo basato sul CAPM per la stima del costo del capitale di rischio.

Riteniamo pertanto opportuno fondare la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio sul secondo procedimento.

Gli elementi che compongono il tasso equo di redditività, secondo il “modello CAPM” possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;



- premio al rischio di settore, ottenuto tramite il parametro β ;
- premio al rischio d'azienda per ridotta dimensione e illiquidità.

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:



$$K_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + s + 1$$



dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

r_m = rendimento medio del mercato azionario;

β = indice della volatilità, e quindi della rischiosità, di un titolo o di un portafoglio di titoli dello stesso settore;

$s + 1$ = premio al rischio d'azienda per ridotta dimensione e illiquidità.

Il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio è fatto pari al rendimento dei titoli di stato aventi durata di 10 anni (BTP⁶), in linea con l'orizzonte di medio termine. Tale orizzonte temporale è idoneo a ben rappresentare le prospettive del *business* di medio-lungo termine.

Il rendimento effettivo lordo di tali titoli (codice ISIN IT0005466013), aventi scadenza 10 anni, è pari a 2,14%.

Il premio al rischio di mercato è stato stimato da numerosi studi sulla base di osservazioni, su periodi molto lunghi (10-30 anni), dei rendimenti azionari eccedenti il rendimento dei titoli di stato.

Per la realtà italiana tale premio al rischio è stimato in una misura pari al 4,24%⁷.

Il premio al rischio di settore può essere stimato come media dell'indice β di un campione significativo di società operanti nel settore delle attrezzature elettroniche. Detto indice β è stato estratto da Damodaran ed è relativo alle aziende del settore "Electrical Equipment", ed è pari a 1,24 (*unlevered*). Considerato che la struttura finanziaria del

⁶ BTP, scadenza 10Y -
https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_30-31.03.2022.pdf

⁷ Damodaran, 2022.



Ramo CEAM è priva di debiti finanziari, il beta *levered* è pari al beta *unlevered*.

I predetti parametri consentono la stima del *cost of equity* di settore pari al 7,39%, come indicato analiticamente nella tabella sottostante.

Cost of equity (K _e)	
Risk-free rate (R _f), 10 anni	2,14%
Market risk premium	4,24%
Beta unlevered	1,24
Cost of equity (K_e)	7,39%

Tale configurazione di costo del capitale è riferita a società quotate. Il ramo oggetto di stima, invece, è un asset non quotato sui mercati regolamentati, di dimensione mediamente inferiore a quella delle società quotate del campione di Damodaran.

Pertanto, nella determinazione del *cost of equity* del ramo oggetto di stima si è tenuto in considerazione l'effetto della ridotta dimensione dell'impresa (*size premium*) e della carenza di negoziabilità dell'investimento (*lack of marketability premium*).

Per quanto riguarda il *size premium*, in coerenza con diversi studi scientifici⁸, e in considerazione della minore dimensione e quindi del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta dei rami d'azienda rispetto ai *comparables* sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio da ridotta dimensione pari complessivamente a 3,98 punti percentuali. In particolare, tale valore è calcolato come differenziale tra:

- il premio al rischio medio di società aventi dimensione comparabile a quella dei due rami, appartenente al 10° decile⁹ e pari a 5,60%, assumendo come dimensione il valore del patrimonio netto contabile delle attività all'interno del perimetro dei rami;
- il premio al rischio medio delle società aventi dimensione analoga a quella delle comparabili incluse nel campione, riferito al valore medio della capitalizzazione

⁸ Duff&Phepls - U.S. Guide to Cost of Capital. 2017 Valuation Handbook- Market results through 2016.

⁹ Come indicato negli studi di Duff & Phepls.



di mercato (*market capitalization*), appartenente al 7° decile, corrispondente a un premio al rischio di 1,62%.

Applicando il differenziale tra 5,60% (collocamento del 10° decile) e 1,62% (collocamento del 7° decile), è stato stimato uno *small size premium* pari a 3,98%.

Inoltre, poiché il campione di *comparables* considerato per la stima del beta comprende società quotate, si è tenuto conto dell'effetto della carenza di liquidabilità dell'investimento in società non quotate rispetto a quello in società quotate. La letteratura¹⁰ ha studiato l'esistenza degli «sconti per illiquidità», pervenendo a quantificazioni con ampia variabilità, comprese tra il 15% ed il 43%. Nel caso di specie, tenendo conto dell'interesse del mercato per le imprese operanti nella filiera del trasporto aereo, ancorché non quotate in borsa, lo scrivente ritiene equo uno sconto per illiquidità contenuto nel 25% sul valore, che corrisponde a una maggiorazione del tasso del 33%¹¹. Tale misurazione è coerente con il report fornito dalla Ibbotson Associates che stima prudenzialmente un *lack of marketability premium* pari a circa il 3%¹², tenendo conto della particolare illiquidità dei rami d'azienda operativi oggetto di stima rispetto alla generalità delle società non quotate.

Applicando la maggiorazione del 33% al tasso dell'11,37% (comprensivo del *size premium*), si ottiene un premio al rischio di illiquidità di circa 4,87 punti percentuali che determina un costo del capitale di rischio (K_e) di 16,24%.

Cost of equity (K_e)	
Risk-free rate (R_f), 10 anni	2,14%
Market risk premium	4,24%
Beta unlevered	1,24
Beta levered	1,24
Small size premium	3,98%
Lack of marketability premium	4,87%
Cost of equity (K_e)	16,24%

¹⁰ S. P. Pratt, R.J. Grabowski (2010). Cost of Capital. Wiley.

¹¹ Tale valore è calcolato applicando la formula: premio al rischio = $[1/(1-\text{sconto illiquidità})]-1$

¹² A. Damodaran. (2014). *Valutazione delle Aziende*. Maggioli Editore. Pagina 547.



8.3.2 Il costo medio ponderato del capitale

Considerato che il Ramo CEAM è finanziato esclusivamente da mezzi propri e che non ha autonoma capacità d'indebitamento alla data della stima, il costo medio ponderato del capitale coincide con il *cost of equity*.

Sotto le predette ipotesi il costo medio ponderato del capitale assume un valore pari al 16,24% come di seguito illustrato:

Wacc	
Risk-free rate (Rf), 10 anni	2,14%
Market risk premium	4,24%
Beta unlevered	1,24
Beta levered	1,24
Small size premium	3,98%
Lack of marketability premium	4,87%
Wacc	16,24%

8.4 La stima dell'Equity Value del Ramo CEAM

Per la stima dell'Equity Value del Ramo CEAM, l'applicazione del metodo finanziario utilizzato prevede, nella formulazione proposta, la somma algebrica dei valori attuali, al tasso WACC (16,24%): (i) del flusso di cassa nell'orizzonte di previsione analitica (2022-2024) e (ii) per il periodo successivo, del *Terminal Value*.

Questo è stato stimato attualizzando in perpetuo il flusso di cassa di *Steady State*.

Il FCFO dello *Steady State*, costante in termini reali, è assunto crescente in termini nominali, con un tasso di crescita (indicato con la variabile *g*), del 2%, pari all'inflazione attesa di medio-lungo periodo¹³.

Il Terminal Value è poi attualizzato al WACC.

La formula riportata di seguito riassume quanto appena illustrato:

¹³ Fonte BCE – Obiettivo BCE.

$$V_t = \frac{FCFO_{t+1}}{(wacc - g) \cdot (1 + wacc)^t}$$

Sulla base del procedimento illustrato, si ottiene una stima del valore di mercato del Ramo CEAM, al lordo della passività del TFR il cui ammontare non è attualmente conosciuto dallo scrivente, di circa euro 347 mila.

Si riporta di seguito tabella con i valori attuali del flusso finanziario e la stima dell'Equity Value del Ramo CEAM.

		2022	2023	2024	Steday State
FCFO		- 27.571	66.262	67.587	72.535
FCFO attualizzati		- 23.720	49.043	43.036	
Somma FCFO attualizzati	68.359				
Terminal value	509.489				
Terminal value attualizzato	279.101				
Enterprise Value al 31.12.21	347.459				
Equity value al 31.12.21	347.459				

Tuttavia, poiché il valore economico da stimare è il valore che un generico operatore razionale attribuirebbe al ramo d'azienda in funzione dei benefici futuri da esso ritraibili nelle autonome condizioni gestionali che lo caratterizzano, ma che non dipendono da uno specifico soggetto economico, occorre considerare che una parte del valore sopra stimato è ascrivibile alle figure chiave dell'organizzazione dall'affittuario, che hanno consentito significativi miglioramenti dei risultati rispetto alla situazione antecedente all'affitto, ma che non caratterizzano il ramo d'azienda *stand-alone*. Con la restituzione del ramo d'azienda alla procedura, si perderebbero dette figure e il valore del ramo sarebbe sensibilmente inferiore.

Valore Ramo all'inizio dell'affitto (stima Natale)	200.000	a
Valore Ramo attuale (stima Tiscini)	347.459	b
Incremento di valore	147.459	c=b-a
50% incremento di valore	73.730	d=c*50%



Pertanto, al fine di attribuire un valore al Ramo CEAM, senza considerare il valore addizionale ascrivibile alle capacità apportate dall'affittuario, si ritiene opportuno applicare uno sconto in misura pari alla metà dell'incremento di valore registrato dal ramo d'azienda rispetto al valore periziato all'inizio dell'affitto¹⁴, e quindi pari a euro 73.730.

Sulla base di quanto sopra pertanto, può stimarsi un Equity Value del Ramo CEAM, al netto dello sconto per la dipendenza da figure chiave, di euro 273.730.

Equity value al 31.12.21	347.459
Sconto per dipendenza da figure chiave	- 73.730
Equity value al 31.12.21 - post sconto	273.730



¹⁴ Perizia giurata in materia di stima – Valutazione ramo di azienda del Dott. Ing. Antonio Natale del 30.10.19.





9. La valutazione delle partecipazioni con il metodo patrimoniale

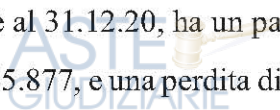


9.1 La stima del valore di mercato della quota partecipativa detenuta in PIP

La quota partecipativa detenuta nel capitale di PIP è pari all'1,6%.



La PIP, il cui ultimo bilancio disponibile è al 31.12.20, ha un patrimonio netto di euro 134.197, un valore della produzione di euro 45.877, e una perdita di esercizio di euro 12.



La redditività per i soci è inadeguata rispetto al patrimonio netto investito, segnalando l'assenza di un significativo valore di avviamento. In tali condizioni, il valore patrimoniale equivale al valore economico, del quale rappresenta un sostanziale valore minimo nel caso di aziende senza vincoli alla prosecuzione dell'attività gestionale.



Poiché il "metodo patrimoniale" richiede la stima del c.d. "patrimonio netto rettificato", considerando il valore corrente delle attività e delle passività, occorre partire dalla situazione contabile di riferimento.



Per la valutazione della PIP occorre riesprimere le voci dell'attivo al valore corrente e le voci del passivo al valore di estinzione.



Sulla base del bilancio dalla PIP al 31.12.2020, il patrimonio della Società è costituito dai seguenti elementi dell'attivo e del passivo:

	31-12-2020	31-12-2019
Stato patrimoniale		
Attivo		
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	596	596
C) Attivo circolante		
II - Crediti		
esigibili entro l'esercizio successivo	204.656	203.944
Totale crediti	204.656	203.944
IV - Disponibilità liquide	9.326	14.699
Totale attivo circolante (C)	213.982	218.643
Totale attivo	214.578	219.239
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale		
I - Capitale	11.000	11.000
IV - Riserva legale	357	357
VI - Altre riserve	122.852	136.755
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	(12)	(13.903)
Totale patrimonio netto	134.197	134.209
B) Fondi per rischi e oneri	46.011	12.700
D) Debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	34.370	71.199
esigibili oltre l'esercizio successivo	-	1.131
Totale debiti	34.370	72.330
Totale passivo	214.578	219.239

Poiché la stima di tipo patrimoniale mira ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, occorre sostituire i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili.

Tali valori correnti devono essere costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Ai fini della valutazione con il metodo patrimoniale, si devono quindi individuare gli elementi dell'attivo e del passivo, valutandoli al "valore corrente" di realizzo o di sostituzione, per le attività, e di estinzione, per le passività.

Gli elementi patrimoniali suscettibili di valutazione in questa parte della perizia sono quelli risultanti dal bilancio al 31 dicembre 2020, a condizione che essi siano correttamente iscritti in bilancio in base ai principi contabili di riferimento. I fondi



ammortamento e i fondi svalutazione sono, ovviamente, portati a rettifica delle attività cui si riferiscono.

Avendo la PIP iscritto le attività secondo i principi contabili nazionali, si ritiene di dover apportare rettifiche solo qualora il valore contabile non sia espressione del valore corrente. In particolare:

- i crediti non sono stati rettificati, ritenendo che il valore contabile, pari al valore di presumibile realizzo, esprimesse il corretto valore corrente;
- le disponibilità liquide non sono state rettificate, ritenendo che il valore contabile, pari al valore nominale, esprimesse il corretto valore corrente.

Pertanto, il valore corrente delle attività è pari al relativo valore contabile.

Per la determinazione del valore di mercato dell'azienda in base al "metodo patrimoniale", anche le passività devono essere iscritte al loro presumibile valore di estinzione, che è pari all'importo di denaro (o suo equivalente) che si presume sarebbe necessario per estinguere l'obbligazione alla data di riferimento della stima.

Tuttavia, avendo la PIP iscritto le passività (composte principalmente da debiti e da fondi rischi e oneri) secondo i principi contabili nazionali (i debiti rilevati al loro valore nominale al netto di eventuali sconti commerciali, i fondi rischi e oneri accantonati sulla base delle passività probabili), non si ritiene di dover apportare rettifiche alle voci patrimoniali passive, che esprimono corretti valori correnti di estinzione.

Sulla base di quanto sopra, pertanto, il "patrimonio netto rettificato" è pari al patrimonio netto contabile, e quindi pari a euro 134.197.

Poiché la quota partecipativa detenuta in PIP è pari all'1,6%, il valore di mercato di detta quota può stimarsi in euro 2.147.

Percentuale quota detenuta in PIP	1,6%	a
Patrimonio netto al 31.12.20	134.197	b
Valore di mercato quota PIP	2.147	c=a*b



9.2 La stima del valore di mercato della quota partecipativa detenuta in Truck Village

La quota partecipativa detenuta nel capitale di Truck Village è pari all'1%.





La Truck Village, il cui ultimo bilancio disponibile è al 31.12.21, ha un patrimonio netto di euro 3.016.935, un valore della produzione di euro 577.273, e un utile di esercizio di euro 71.084.

La redditività per i soci è inadeguata rispetto al patrimonio netto investito, segnalando l'assenza di un significativo valore di avviamento. In tali condizioni, il valore patrimoniale equivale al valore economico, del quale rappresenta un sostanziale valore minimo nel caso di aziende senza vincoli alla prosecuzione dell'attività gestionale.

Poiché il "metodo patrimoniale" richiede la stima del c.d. "patrimonio netto rettificato", considerando il valore corrente delle attività e delle passività, occorre partire dalla situazione contabile di riferimento.

Per la valutazione della Truck Village occorre riesprimere le voci dell'attivo al valore corrente e le voci del passivo al valore di estinzione.

Sulla base del bilancio della Truck Village al 31.12.2021, il patrimonio della Società è costituito dai seguenti elementi dell'attivo e del passivo:



	31-12-2021	31-12-2020
Stato patrimoniale		
Attivo		
B) Immobilizzazioni		
I - Immobilizzazioni immateriali	4.152.426	5.166.830
II - Immobilizzazioni materiali	1.016.874	1.066.795
Totale immobilizzazioni (B)	5.169.300	6.233.625
C) Attivo circolante		
II - Crediti		
esigibili entro l'esercizio successivo	383.094	324.210
esigibili oltre l'esercizio successivo	68.240	68.240
Totale crediti	451.334	392.450
IV - Disponibilità liquide	1.113.694	271.961
Totale attivo circolante (C)	1.565.028	664.411
D) Ratei e risconti	4.671	469
Totale attivo	6.738.999	6.898.505
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale	20.000	20.000
VI - Altre riserve	2.925.851	1.057
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	71.084	11.595
Totale patrimonio netto	3.016.935	32.652
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	12.480	8.632
D) Debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	634.678	801.823
esigibili oltre l'esercizio successivo	3.073.829	6.052.595
Totale debiti	3.708.507	6.854.418
E) Ratei e risconti	1.077	2.803
Totale passivo	6.738.999	6.898.505

Poiché la stima di tipo patrimoniale mira ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, occorre sostituire i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili.

Tali valori correnti devono essere costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Ai fini della valutazione con il metodo patrimoniale, si devono quindi individuare gli elementi dell'attivo e del passivo, valutandoli al "valore corrente" di realizzo o di sostituzione, per le attività, e di estinzione, per le passività.

Gli elementi patrimoniali suscettibili di valutazione in questa parte della perizia sono esclusivamente quelli risultanti dal bilancio al 31 dicembre 2021, a condizione che essi



siano correttamente iscritti in bilancio in base ai principi contabili di riferimento. I fondi ammortamento e i fondi svalutazione sono, ovviamente, portati a rettifica delle attività cui si riferiscono.

Avendo la Truck Village iscritto le attività secondo i principi contabili nazionali, si ritiene di dover apportare rettifiche solo qualora il valore contabile non sia espressione del valore corrente. In particolare:

- le immobilizzazioni immateriali, rappresentate quasi esclusivamente dai costi sostenuti per la ristrutturazione ed il completamento dell'area di sosta di proprietà del Comune di Colleferro (RM), non sono state rettificate, ritenendo che il valore contabile netto esprimesse il relativo valore corrente;
- le immobilizzazioni materiali non sono state rettificate, ritenendo che il valore contabile netto esprimesse il relativo valore corrente;
- i crediti non sono stati rettificati, ritenendo che il valore contabile, pari al valore di presumibile realizzo, esprimesse il corretto valore corrente;
- le disponibilità liquide non sono state rettificate, ritenendo che il valore contabile, pari al valore nominale, esprimesse il corretto valore corrente.

Pertanto, il valore corrente delle attività è pari al relativo valore contabile.

Per la determinazione del valore di mercato dell'azienda in base al "metodo patrimoniale", anche le passività devono essere iscritte al loro presumibile valore di estinzione, pari all'importo di denaro (o suo equivalente) che si presume sarebbe necessario per estinguere l'obbligazione alla data di riferimento della stima.

Tuttavia, avendo la Truck Village iscritto le passività (composte principalmente da debiti commerciali e da debiti verso soci per finanziamenti infruttiferi) secondo i principi contabili nazionali (i debiti rilevati al loro valore nominale al netto di eventuali sconti commerciali), non si ritiene di dover apportare rettifiche alle voci patrimoniali passive, che esprimono corretti valori correnti di estinzione.

Sulla base di quanto sopra, pertanto, il "patrimonio netto rettificato" è pari al patrimonio netto contabile, e quindi pari a euro 3.016.935.

Poiché la quota partecipativa detenuta in Truck Village è pari all'1%, il valore di mercato di detta quota può stimarsi in euro 30.169.





Percentuale quota detenuta in Truck Village	1,0%	a
Patrimonio netto al 31.12.21	3.016.935	b
Valore di mercato quota Truck Village	30.169	c=a*b





10. Conclusioni

La presente relazione ha ad oggetto la stima del valore di mercato del Ramo CEAM e delle partecipazioni detenute dal Fallimento CEAM in PIP e in Truck Village.

L'applicazione dei criteri di stima in precedenza richiamati ha condotto all'ottenimento dei seguenti valori di mercato dei beni oggetto di stima:

- Ramo CEAM, euro 273.730 (al lordo della passività del TFR);
- Partecipazione dell'1,6% detenuta in PIP, euro 2.147;
- Partecipazione dell'1% detenuta in Truck Village, euro 30.169.

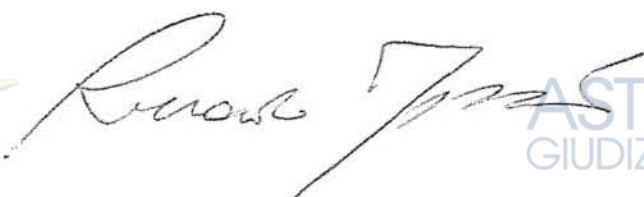
Si segnala che, in ragione dell'obbligo della procedura venditrice a cedere entro un tempo breve, i valori effettivi di realizzo potrebbero porsi a livelli inferiori ai predetti valori di mercato, con sconti attesi nell'ordine del 20/40%.

Con la presente relazione, lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore eventuale chiarimento.

Roma, 14 settembre 2022



Prof. Riccardo Tiscini



ASTE GIUDIZIARIE logo

