

---

**TRIBUNALE DI BRESCIA**  
*SEZIONE FALLIMENTARE*

**Fallimento n. 31/2019**

**Raffineria Metalli Capra S.p.A.**

**Giudice Delegato:** Dott.ssa Angelina Baldissera

**Curatori:** Dott. Leandro di Prata

Dott. Davide Felappi

Dott. Stefano Midolo

**Stima del valore economico della partecipazione detenuta nella  
società REGRO S.R.L.**

*Maggio 2019*

---

**SOMMARIO**

1.1. Oggetto e finalità dell’incarico .....	3
1.2. Svolgimento dei lavori peritali e documentazione esaminata.....	3
1.3. Data di riferimento.....	4
1.4. Assunzioni e condizioni limitative.....	4
2. LA SOCIETÀ .....	5
2.1. Notizie storiche ed informazioni societarie .....	5
2.2. Dati di bilancio.....	6
3. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO .....	8
3.1. Metodi di valutazione .....	8
3.2. Metodo di valutazione adottato.....	15
4. VALUTAZIONE DEL COMPENDIO AZIENDALE.....	16
4.1. Patrimonio netto rettificato (K).....	16
4.1.1. Attivo Immobilizzato .....	17
4.1.2. Attivo Circolante.....	19
4.1.3. Fondi per rischi e oneri .....	22
4.1.4. Fondo TFR .....	22
4.1.5. Debiti.....	22
4.1.6. Ratei e Risconti passivi.....	23
4.2. Determinazione del capitale netto rettificato .....	24
4.3. Reddito medio normalizzato (R).....	25
4.4. Remunerazione del Capitale investito (i).....	27
4.5. Tasso di attualizzazione del sovrareddito (i’) .....	28
4.6. Capitale economico (A) .....	28
4.7. Determinazione del valore economico del capitale (W).....	28
5. METODO DI CONTROLLO .....	30
6. CONCLUSIONI .....	32
ALLEGATI.....	33

## PREMESSA

### *1.1. Oggetto e finalità dell'incarico*

Il sottoscritto Dott. Francesco Gitti, ha ricevuto dal Collegio dei Curatori del fallimento in epigrafe, giusta autorizzazione del Giudice Delegato di data 12 marzo 2019, l'incarico di stimare il valore economico della partecipazione, pari al 90% del capitale sociale detenuta dal fallimento nella società Regro S.r.l., corrente in Adro (BS), iscritta al Registro delle imprese di Brescia al nr. 03210000174 (nel prosieguo indicata anche come "REGRO" o "la Società").

La presente valutazione è stata effettuata ispirandosi ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione e nel rispetto del "Code of Ethical Principles for Professional Valuers" emanato dall'IVSC. In proposito si attesta che lo scrivente non si trova in alcuna delle condizioni di cui all'art. 2382 c.c.; non intercorrono tra lo scrivente ed i soci di riferimento di Regro S.r.l., nonché con gli amministratori e gli organi di controllo e di revisione legale, rapporti di cui alla lettera b) dell'art. 2399 c.c.; non intercorrono tra lo scrivente e la società Regro S.r.l. rapporti di cui alla lettera c) dell'art. 2399 c.c.

### *1.2. Svolgimento dei lavori peritali e documentazione esaminata*

In adempimento dell'incarico ricevuto il sottoscritto ha esperito le necessarie verifiche ed ha assunto le opportune informazioni, effettuando gli appropriati riscontri contabili ed amministrativi. In particolare, il sottoscritto ha basato le valutazioni riportate nella presente relazione sulla documentazione sociale e contabile riferita alla data del 31.12.2018 ed ha integrato i documenti con le informazioni fornite dal procuratore, nonché dirigente dell'azienda, Sig. Dario Anselmo Marchetti e dal responsabile amministrativo.

Per determinare il valore dei **beni immobili** lo scrivente si è basato sulle valorizzazioni emergenti dalla perizia estimativa già redatta dal perito Alessandro Donda in data 4.12.2016; inoltre si è richiesto all'ing. Alessandro Poli un aggiornamento ed un parere di congruità in relazione ai valori indicati in detta perizia.

Per ciò che concerne la stima dei **beni mobili** il Perito, vista la data di recente redazione, ha mantenuto i valori determinati con perizia estimativa del 19.6.2018, stilata dall'Ing. Andrea Pea.

Le relative perizie fanno parte integrate del presente lavoro e vengono qui allegate.

Ai fini dello svolgimento del proprio incarico, il sottoscritto ha utilizzato principalmente la seguente documentazione:

- *Bilanci redatti secondo la IV Direttiva CEE*, depositati presso il Registro Imprese di competenza, anni 2015, 2016 e 2017 e Bilancio anno 2018 approvato dall'assemblea dei soci ed in corso di deposito;
- *Bilanci analitici* relativi agli anni 2015, 2016, 2017 e 2018;
- *Modello unico società di capitali e Modello Irap* relativi agli anni di imposta 2015, 2016 e 2017;
- *Perizia giurata estimativa avente ad oggetto il compendio mobiliare di proprietà della società* redatta dall'Ing. Andrea Pea il 19.6.2018;
- *Perizia di stima avente ad oggetto il compendio immobiliare di proprietà della società* redatta dal Geom. Alessandro Donda in data 4.12.2016;
- *Relazione di stima del compendio immobiliare*, redatta dall'Ing. Alessandro Poli, il 14.4.2019;
- *Aging list dei crediti commerciali* allo scopo di valutarne il presumibile grado di realizzo;
- *Contratto di Leasing* con la società Fraer Leasing n. SS75199 del 6.3.2018;
- *Portafoglio ordini*;
- *Estratto di ruolo rilasciato dall'Agenzia delle Entrate – Riscossione*;
- *Cerificato carichi pendenti rilasciato dall'Agenzia delle Entrate*.

### ***1.3. Data di riferimento***

La data di riferimento della presente perizia di stima è il **31 dicembre 2018**.

### ***1.4. Assunzioni e condizioni limitative***

La stima del valore presentata è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce.

Il bilancio e le altre informazioni ad esso relative fornite dalla Società e dai suoi rappresentanti, nel corso dell'incarico, sono stati accettati senza alcuna verifica come pienamente rispettanti le condizioni del business ed i risultati ottenuti per i periodi di riferimento. Il sottoscritto non ha revisionato né verificato l'attendibilità delle informazioni contabili ricevute e pertanto non fornisce alcuna forma di assicurazione sulle stesse.

## 2. LA SOCIETÀ

### 2.1. Notizie storiche ed informazioni societarie

La Società è stata costituita con atto del Notaio Michele Forino in data 22.12.1992, per operare nel settore della progettazione e costruzione di stampi per pressofusione e termoplastica, specializzandosi nel tempo nel campo degli stampi d'acciaio per la produzione di componenti in plastica.

Negli ultimi anni la Società ha orientato la propria attività nel settore delle componenti per l'*automotive*, quali ad esempio plance, interni dell'abitacolo in genere, nonché paraurti anteriori e posteriori, prevalentemente per mercati esteri, in particolare Germania, Spagna, Belgio, Repubblica Ceca ed in misura minore Svezia; l'attività non richiede particolari autorizzazioni o specifiche licenze e non risultano in essere contratti di esclusiva con fornitori e clienti.

La compagine sociale è variata nel corso degli anni e, a seguito dell'ultimo trasferimento delle quote, iscritto presso il Registro Imprese di Brescia il 3.10.2000, risulta composta dalla Società Raffinerie metalli Capra S.p.A., la quale detiene una quota partecipativa pari al 90% del Capitale sociale, e dal Sig. Marchetti Dario Anselmo, il quale detiene una quota pari al 10% del Capitale sociale.

Il Capitale Sociale alla data odierna ammonta ad Euro 93.600,00 e risulta essere interamente sottoscritto e versato.

L'attività aziendale, iniziata il 31.8.1993, è svolta nello stabilimento di Adro (BS) in Via Galileo Galilei n. 17, il quale si sviluppa su di una superficie totale di circa 3.000 mq, occupandone circa 1.400 mq e nell'unità locale in Via L. da Vinci n. 8 in Adro (BS).

Il direttore di stabilimento, Sig. Marchetti Dario Anselmo, ha avviato nel tempo un programma di rinnovamento tecnologico sia dal punto di vista dei macchinari impiegati nella produzione degli stampi, che dal punto di vista dei *software* gestionali per la progettazione degli stessi, affiancando tale cambiamento all'introduzione di manodopera specializzata all'interno di ogni reparto. La strategia posta in essere ha permesso alla Società di permanere sul mercato negli anni, all'interno di un settore fortemente competitivo, potendo in tal modo soddisfare le richieste di clienti altamente esigenti, quali sono le case automobilistiche in genere ed in particolare quelle ubicate nel nord Europa.

La visione del management è incentrata sull'internalizzazione delle differenti fasi di lavorazione e produzione del proprio prodotto, comprese le fasi intermedie di lavorazione, al

fine di poter immettere sul mercato un bene finito, garantendone qualità ed efficienza per creando così, rispetto agli altri *competitors*, un apprezzato valore aggiunto.

Lo sviluppo dell'attività aziendale ha richiesto l'ampliamento dei locali, tutt'ora in via di ultimazione, nonché l'occupazione di nuovi spazi, sfociato nell'apertura di una unità locale, sempre nel comune di Adro (BS), in Via L. da Vinci n. 8, al fine di ridurre al minimo i disagi dovuti alla distanza dall'immobile produttivo principale.

La Società è ad oggi amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da due membri, nelle persone del Sig. Capra Carlo, in qualità di Presidente e del Sig. Capra Maurizio, in qualità di consigliere.

Il Sig. Marchetti Dario Anselmo riveste la qualifica di Procuratore, con rappresentanza dell'impresa.

La Società si avvale alla data odierna dell'opera di 44 dipendenti, suddivisi in 29 operai, 11 impiegati, 3 quadri e 1 dirigente.

## 2.2. Dati di bilancio

Al fine di meglio comprendere le dinamiche economiche delle attività di REGRO, il sottoscritto perito ha provveduto alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto economico della società relativi agli ultimi 3 esercizi rispetto a quello oggetto di valutazione:

STATO PATRIMONIALE	30/12/2016	30/12/2017	30/12/2018
Immobilizzazioni immateriali	6.311	16.011	24.272
Immobilizzazioni materiali	2.836.153	3.266.224	3.226.634
Immobilizzazioni finanziarie	110	110	110
Crediti oltre 12 mesi	86.130	54.230	45.229
<b>Capitale immobilizzato</b>	<b>2.928.704</b>	<b>3.336.575</b>	<b>3.296.245</b>
Rimanenze	3.710.723	4.338.642	6.766.830
Crediti entro 12 mesi	3.128.994	2.653.011	1.075.263
Disponibilità liquide	82.935	912.467	492.965
Ratei e risconti attivi	94.210	226.344	220.331
<b>Attività a breve termine</b>	<b>7.016.862</b>	<b>8.130.464</b>	<b>8.555.389</b>
Debiti entro 12 mesi	6.196.465	7.611.562	7.185.989
Ratei e risconti passivi	104.403	86.677	64.824
<b>Passività a breve termine</b>	<b>6.300.868</b>	<b>7.698.239</b>	<b>7.250.813</b>
<b>Capitale d'esercizio netto</b>	<b>715.994</b>	<b>432.225</b>	<b>1.304.576</b>
Fondi per rischi e oneri	236.013	153.830	193.842
Debito TFR	783.582	865.719	878.486
Debiti oltre 12 mesi	600.000	-	-
<b>Passività a lungo termine</b>	<b>1.619.595</b>	<b>1.019.549</b>	<b>1.072.328</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.025.103</b>	<b>2.749.251</b>	<b>3.528.493</b>

CONTO ECONOMICO	30/12/2016	30/12/2017	30/12/2018
Ricavi Operativi	8.143.114	9.701.350	10.569.129
Costi operativi	4.473.494	5.582.377	6.291.640
<b>Valore aggiunto</b>	<b>3.669.620</b>	<b>4.118.973</b>	<b>4.277.489</b>
Costi per il personale	2.142.684	2.318.311	2.580.054
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>1.526.936</b>	<b>1.800.662</b>	<b>1.697.435</b>
Ammortamenti	548.987	826.783	729.926
<b>Risultato Operativo Netto</b>	<b>977.949</b>	<b>973.879</b>	<b>967.509</b>
Proventi Finanziari	751	69	1.061
Oneri finanziari	43.873	42.916	43.761
<b>Risultato Ordinario</b>	<b>934.827</b>	<b>931.032</b>	<b>924.809</b>
Proventi straordinari vari	-	-	-
Oneri straordinari vari	-	-	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>934.827</b>	<b>931.032</b>	<b>924.809</b>
Imposte	409.779	206.882	145.571
<b>Risultato Netto</b>	<b>525.048</b>	<b>724.150</b>	<b>779.238</b>

Come si evince dalla precedente tabella, il Valore aggiunto della Società ha registrato un andamento incrementale, il quale tuttavia non si è trasferito al Risultato ordinario; quest'ultimo ha subito in realtà una lieve contrazione, dovuta essenzialmente all'incremento degli ammortamenti e del costo del personale, legati ad una politica di ampliamento, che ha portato ad effettuare nuovi investimenti sia in termini di risorse umane, che di immobilizzazioni strumentali.

La società ha conseguito in tutti e tre gli esercizi un Risultato Netto positivo, che, nonostante l'aumento dei costi, ha registrato un incremento in ogni esercizio.

### 3. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

#### 3.1. Metodi di valutazione

In tema di valutazione d'azienda il problema principale riguarda la scelta di uno o più metodi di valutazione, in funzione delle caratteristiche, del settore di appartenenza dell'azienda che si intende valutare e delle finalità per cui viene richiesta la valutazione.

I principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed utilizzati nella prassi sono:

- metodi finanziari;
- metodi dei multipli di borsa;
- metodi empirici o di mercato.
- metodi reddituali;
- metodi patrimoniali;
- metodi misti.

Prima di procedere ad una breve rassegna sul contenuto e le caratteristiche dei vari metodi, si ricorda che nel processo di valutazione assume spesso particolare importanza la componente denominata "avviamento". Infatti, numerose sono le componenti immateriali che non trovano adeguata rappresentazione nei bilanci aziendali (marchi, brevetti, *know-how*, immagine, quote di mercato, organizzazione, ecc.) e, fra esse, l'avviamento che consiste nella capacità prospettica di produrre reddito, contemplando sinergicamente tutte le componenti materiali ed immateriali dell'azienda stessa. L'avviamento è quindi un valore che viene generalmente riconosciuto a chi ha investito risorse nel tempo e capitalizzato energie, per portare l'azienda ad un certo livello di funzionamento, a una determinata quota di mercato, ad una determinata affermazione dei propri marchi.

L'avviamento può avere segno positivo (nel qual caso si parla anche di *goodwill*) o negativo (nel cui caso si parla di *badwill*). Si è in presenza di *badwill* quando la redditività prospettica non è tale da garantire un'adeguata remunerazione del capitale investito.

Di seguito illustriamo i diversi approcci dei vari metodi di valutazione d'azienda.

#### *Metodi finanziari*

Ogni attività economica, così come ogni bene patrimoniale materiale o immateriale suscettibile di essere scambiato, genera in un dato orizzonte temporale flussi finanziari correlati sia a fenomeni economici (costi e ricavi dell'attività), sia a fenomeni esclusivamente patrimoniali o finanziari (investimenti/disinvestimenti, ottenimento/rimborso di prestiti, etc).

La valutazione d'azienda con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attenda una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF) fonda la sua validità sull'ipotesi che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei flussi che la stessa sarà in grado di generare in futuro, tenuto conto dell'incidenza degli investimenti e delle aspettative economiche degli investitori.

Il primo passaggio per l'applicazione del metodo del DCF è la determinazione dei flussi di cassa disponibili.

Si procede quindi all'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili; il tasso di sconto utilizzato è il cosiddetto *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*). Tale tasso rappresenta la media ponderata tra tasso sul capitale economico e tasso sul debito.

Il costo medio ponderato del capitale è calcolato applicando la seguente formula:

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

Dove:

*WACC* = costo medio ponderato del capitale;

*K<sub>e</sub>* = costo del capitale;

*W<sub>e</sub>* = incidenza target dei mezzi propri sulla base degli obiettivi di leverage del management;

*K<sub>d</sub>* = costo del debito finanziario;

*W<sub>d</sub>* = incidenza target del debito finanziario;

*t* = aliquota fiscale.

Il costo del capitale economico rappresenta la remunerazione minima che un investitore finanziario razionale richiederebbe per impiegare i propri capitali nell'azienda oggetto della valutazione. Si tratta di un tasso *unlevered*, il che significa che viene determinato ipotizzando che l'azienda non abbia debiti finanziari.

Il costo del capitale economico è normalmente calcolato applicando la formula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

$$K_e = R_f + Beta \times P$$

Dove:

*K<sub>e</sub>* = costo del capitale della Società;

*R<sub>f</sub>* = tasso free risk;

*Beta* = coefficiente beta;

*P* = premio per il rischio di mercato stimato per il contesto italiano.

Il valore complessivo dell'azienda è quindi calcolato sommando al valore attualizzato dei flussi di cassa disponibili per il periodo di previsione, il Valore Terminale, anch'esso

attualizzato, stimato applicando la formula della rendita perpetua al flusso di cassa disponibile normalizzato dell'ultimo esercizio di previsione:

$$\text{Terminal Value} = \text{FCFnorm.} / (\text{WACC}-g)$$

Dove:

*FCFnorm.* = flusso di cassa normalizzato

*g* = tasso di crescita dei flussi di cassa disponibili attesi.

Il valore del capitale economico si ottiene sottraendo al valore complessivo dell'azienda (chiamato anche *enterprise value*) il valore della posizione finanziaria netta.

#### *Metodi dei multipli di Borsa*

Il riferimento preso per la determinazione del valore di una azienda è costituito dalle quotazioni di borsa di un campione di società quotate comparabili.

Gli indici (cosiddetti "multipli") più comunemente usati sia dal metodo dei multipli di borsa che dai metodi empirici sono i seguenti:

- prezzo/utile;
- prezzo/fatturato;
- prezzo/EBITDA;
- prezzo/EBIT;
- prezzo/cash flow;
- prezzo/patrimonio netto.

Va da sé che il metodo dei moltiplicatori, può apparire eccessivamente semplicistico e carente dei requisiti di razionalità e dimostrabilità che dovrebbero caratterizzare le valutazioni; ciò non di meno, ove opportunamente applicato, appare per certi aspetti meno arbitrario e affetto dalle assunzioni necessariamente soggettive che caratterizzano altri metodi di valutazione,

#### *Metodi empirici o di mercato*

Si rifanno ad indici e coefficienti statistici emergenti dall'analisi di acquisizioni e/o fusioni di società avvenute in epoca recente sul mercato. Tali operazioni devono avere per oggetto società comparabili con la società valutata.

Va peraltro rilevato che il valore risultante dal metodo empirico sarebbe poco significativo qualora non sussistesse una reale comparabilità fra le imprese considerate. Il metodo empirico, inoltre, avrebbe scarsa rilevanza nel caso in cui non si disponesse di un numero sufficiente di transazioni a cui far riferimento e non vi fosse una assoluta trasparenza sul contenuto delle stesse.

### *Metodi reddituali*

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono pertanto simili a quelli descritti per i metodi finanziari, ma il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa, ma da un flusso di reddito, influenzato dalle politiche di bilancio adottate.

Secondo il metodo reddituale l'azienda vale in quanto capace di produrre reddito. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla nota formula:

$$W = R / i$$

Dove:

*W* = Valore economico del capitale

*R* = Reddito medio atteso

*i* = tasso di attualizzazione del reddito.

Il reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre; *normalizzato*, ossia depurato delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e accettate dal punto di vista tecnico.

Ciò comporta che, nella configurazione del reddito (R) rilevante, debba essere eliminata ogni componente negativa, la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e deriva da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.).

Il reddito, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano eventualmente su di esso, e dei componenti figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, deve essere assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese, ecc.;
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale. Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = \sum R_n (1+i)^{-n}$$

Dove:

$W$  = Valore economico del capitale

$R_n$  = Reddito medio atteso nell'anno  $n$

$n$  = anno

$i$  = tasso di attualizzazione del reddito.

### *Metodi patrimoniali*

Definiscono il valore come il risultato di una valutazione a “valore di mercato” o “valore corrente” di tutte le attività aziendali (materiali ed immateriali) debitamente diminuite di tutte le passività. Tali metodi implicano un processo di attualizzazione di tutti i valori monetari significativi, non scaduti al momento del calcolo.

Per i beni considerati nel processo, siano essi materiali o immateriali, il cosiddetto “valore di mercato” o “valore corrente” corrisponde al valore di sostituzione o di ricostruzione nello stato d'uso.

Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda, ma hanno il limite di trascurare spesso gli aspetti finanziari e reddituali della gestione futura, non tenendo in considerazione l'avviamento aziendale.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento esclusivamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il know-how, l'immagine aziendale, nonché il fattore “risorse umane” di cui l'azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto “capitale netto rettificato” (K) che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce comunque un'informazione importante, almeno per confronto.

Il valore dell'azienda (W) viene determinato in base alla formula:

$$W = K$$

Dove:

*W* = Valore economico del capitale

*K* = Capitale netto rettificato.

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri applicabili al metodo semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

Nell'ambito del metodo si possono generalmente distinguere i casi in cui si procede ad un'analitica valorizzazione dei singoli beni immateriali (approccio del costo), ovvero a una determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda. Tale metodo si basa su modelli (per esempio: di attualizzazione dei risultati differenziali, del costo della perdita, dell'approccio di mercato) costruiti analizzando o una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, o un'attualizzazione di differenziali rispetto ad altre situazioni concorrenziali simili o ancora un valore derivante dalla cessione in uso a terzi dei beni immateriali, al fine così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali in una relazione, per esempio proporzionale, rispetto a talune grandezze di riferimento.

I citati metodi hanno il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando il collegamento funzionale che invece li lega tra loro.

Il valore dell'azienda (*W*) viene determinato in base alla formula:

$$W = K + I$$

Dove:

*W* = Valore economico del capitale

*K* = Capitale netto rettificato

*I* = Valore elementi immateriali.

Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

#### *Metodi misti*

Dall'unione dei metodi patrimoniale e reddituale scaturisce il metodo misto, secondo il quale il valore dell'azienda è la somma della consistenza patrimoniale, riportata a valore corrente, e della capacità reddituale propria del complesso aziendale.

La stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni ed i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali,

concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula generalmente utilizzata per la valutazione è quella della capitalizzazione limitata del sovrareddito, di seguito riportata:

$$W = K + an \gamma i' (R - i K)$$

Dove:

*W* = valore del capitale economico dell'azienda;

*K* = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

*i* = tasso di remunerazione normale del capitale;

*R* = reddito medio normalizzato prospettico;

$an \gamma i'$  = fattore di attualizzazione per calcolo di una rendita della durata di *n* anni al tasso *i'*;

*n* = numero di anni per i quali è stimato il sovrareddito;

*i'* = tasso di attualizzazione.

### **3.2. Metodo di valutazione adottato**

Alla luce di quanto sin qui riportato, risulta evidente l'impossibilità di identificare un metodo di stima migliore degli altri in senso assoluto; lo scrivente ha pertanto provveduto ad effettuare una comparazione tra i metodi sopracitati e nella valutazione dell'azienda ha adottato il più idoneo alla determinazione del valore economico di conferimento.

Ciò precisato, considerata la composizione dell'azienda, il tipo di attività svolta e la documentazione disponibile si è ritenuto opportuno, coerentemente con gli scopi della perizia, l'applicazione del **metodo misto con stima autonoma dell'avviamento**.

Il metodo dei multipli, volto ad indicare il valore ipotetico di una azienda attraverso una metodologia di computo, che raffronta i prezzi di mercato con opportuni indicatori di performance aziendale, è stato utilizzato quale metodo comparativo.

#### 4. VALUTAZIONE DEL COMPENDIO AZIENDALE

La valutazione dell'azienda viene strutturata nel seguente modo:

- determinazione del patrimonio netto rettificato;
- determinazione del reddito medio normalizzato prospettico;
- determinazione di opportuni tassi di capitalizzazione ed attualizzazione;
- determinazione del valore del capitale economico.

In sintesi, si perviene agevolmente alla stima del capitale economico della società oggetto di perizia secondo il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o sovrareddito medio), il valore del *goodwill* viene proiettato per un numero contenuto di anni, in base alla formula seguente:

$$W = K + an \gamma i' (R - i K)$$

Dove:

*W* = valore del capitale economico dell'azienda;

*K* = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

*i* = tasso di remunerazione normale del capitale rispetto al tipo di investimento considerato (solitamente da riferirsi alla normalità del settore più che all'azienda); *i K* è il reddito normale prodotto da una azienda operante in quel settore, che abbia investito un capitale pari a *K*;

*R* = reddito medio normalizzato prospettico;

$an \gamma i'$  = fattore di attualizzazione per calcolo di una rendita della durata di *n* anni al tasso *i'*;

*n* = numero di anni per i quali è stimato il sovrareddito;

*i'* = tasso di attualizzazione del sovrareddito.

##### 4.1. Patrimonio netto rettificato (*K*)

La stima delle componenti patrimoniali attive e passive di REGRO è stata compiuta prendendo alla base il valore del Patrimonio Netto al 31.12.2018, operando specifiche rettifiche di valore, al fine di esprimere a valori correnti le singole componenti del patrimonio sulla base dei criteri di valutazione normalmente utilizzati e di seguito riepilogati, meglio specificati nella valutazione delle singole categorie di beni nel corso della perizia:

Voce	Criterio di Valutazione
Crediti	presumibile valore di realizzo
Scorte	minore tra ultimo costo d'acquisto e valore di realizzo
Debiti	valore di estinzione

Voce	Criterio di Valutazione
Immobili	valore di mercato
Immobilizzazioni tecniche	costo di ricostruzione o sostituzione

Di seguito si procede all'elenco analitico dei beni nonché alla loro valutazione secondo quanto sopra esposto sulla base della situazione economico patrimoniale alla data del 31.12.2018.

#### **4.1.1. Attivo Immobilizzato**

##### **BI. Immobilizzazioni Immateriali**

La voce in esame comprende Licenze e Software, la realizzazione del Sito internet aziendale ed altri costi pluriennali. Per la stima di queste voci, come già anticipato in premessa, il perito si è basato sulla relazione redatta dall'Ing. Andrea Pea il 19.6.2018, a cui si rimanda per i dettagli (allegato n. 3), il quale ha valorizzato esclusivamente il Sito internet, le Licenze ed i Software acquisiti a partire dall'esercizio 2007, poiché quelli antecedenti a tale data sono da ritenersi obsoleti, mentre gli altri costi pluriennali sono stati integralmente svalutati non conservando alcun valore economico.

Il criterio utilizzato per la stima risulta essere il metodo comparativo di mercato, basato sul confronto di beni simili ed oggetto di recenti transazioni sullo stesso mercato.

Sulla base di tale stima, condivisa dal sottoscritto, il valore attuale risulta essere pari a euro 50.000,00.

##### **BII. Immobilizzazioni Materiali**

###### **BII.1) Terreni e Fabbricati**

La voce è composta dall'immobile situato nel Comune di Adro (BS) in Via G. Galilei n. 17 ed identificato alla sezione NCT – foglio 18 – particella 274 – categoria D1, per ciò che concerne il capannone, gli uffici e l'area pertinenziale, ed alla sezione alla sezione NCT – foglio 18 – particella 274 subalterno 2, per ciò che riguarda la cabina elettrica.

L'immobile sorge su di una superficie di 3.144 mq ca., di cui 1.623 mq riferiti all'area pertinenziale e 1.521 mq alla superficie lorda, in parte sviluppata su 2 piani e coperta per 1.395 mq e risulta inoltre essere da ipoteche o vincoli in genere.

Il bene è stato oggetto di rivalutazione ex art. 15, commi da 16 a 23 D.L. del 29 novembre 2008, n. 185 e risulta essere iscritto in bilancio per un valore netto pari ad euro 929.035

Per la determinazione del valore il sottoscritto Perito si è basato sulle valorizzazioni emergenti dalla perizia estimativa redatta dal perito Alessandro Donda in data 4.12.2016 (Allegato n. 1) ed ha, inoltre, richiesto all'Ing. Alessandro Poli un parere di congruità in relazione ai valori indicati in detta perizia.

Sulla base di tale stima, condivisa dal sottoscritto, il valore attuale risulta essere pari a euro 875.000,00.

Oltre all'immobile di cui sopra, in tale categoria sono comprese le Costruzioni leggere riferite al soppalco ospitante parte degli uffici, per la cui stima rimandiamo alla determinazione fatta dall'Ing. Andrea Pea (allegato n. 3), il quale attribuisce loro il valore di mercato pari ad euro 9.000,00; tale stima è condivisa dal sottoscritto.

### ***BII.2) Impianti e macchinari***

La valutazione complessiva delle immobilizzazioni materiali comprese nelle voci *impianti e macchinari* è stata effettuata con perizia dell'Ing. Andrea Pea (allegato n. 3), a cui si rimanda per opportuni approfondimenti.

Il totale netto della voce impianti e macchinari iscritti in bilancio al 31.12.2018 ammonta ad euro 1.470.612; l'Ing. Pea attribuisce a tali beni un valore corrente pari ad euro 3.700.000.

La società in oggetto risulta avere in corso, alla data del 31.12.2018, un contratto di locazione finanziaria stipulato rispettivamente con la società Fraer Leasing Spa in data 6.3.2018 avente ad oggetto il centro di fresatura ad alta dinamica di lavoro Diamond Linear 30 della società Parpas Spa, il cui costo ammonta ad euro 960.000.

L'Ing. Pea nella propria perizia estimativa attribuisce al macchinario acquisito in leasing un valore pari ad euro 960.000, in quanto ritiene che si possa ragionevolmente considerare quale valore corrente il valore del bene a nuovo.

Il sottoscritto, considerato che il contratto di leasing ha avuto inizio nel corso del 2018 e pertanto il valore attuale delle rate a scadere neutralizzerebbe il valore ad esso attribuito, ha deciso di assegnare a tale bene un valore pari a zero.

Sulla base di quanto sopra esposto il valore attuale della categoria "Impianti e macchinari" risulta essere pari a euro 3.700.000.

### ***BII.3) Attrezzature industriali e commerciali***

Tale voce comprende attrezzature industriali utilizzate a completamento dei macchinari, iscritte in bilancio per un valore netto pari ad euro 144.258 e il cui valore stimato dall'Ing. Pea, condiviso dal sottoscritto, ammonta ad euro 80.000.

### ***BII.4) Altri beni***

La voce comprende le seguenti componenti:

- mobili e arredi;
- macchine ufficio elettroniche;
- automezzi.

Il dettaglio analitico di tali voci è esposto nel libro cespiti e nella perizia dell'Ing. Pea, risultano iscritti in bilancio ad un valore netto di euro 26.773.

L'ing. Pea nella perizia estimativa attribuisce a tali voci un valore d'uso pari ad euro 63.500, che lo scrivente condivide ad assume alla base della propria valutazione.

#### ***BII.5) Immobilizzazioni in corso e acconti***

La voce in esame è iscritta in bilancio per un importo pari ad Euro 645.233,04 e comprende i costi sostenuti per l'ampliamento dell'immobile industriale non ancora terminato e per cui non è possibile stimare una data certa di ultimazione. Al fine della presente stima il perito ritiene di valutare tale porzione di immobile in corso di costruzione sulla base dei costi sostenuti sino al 31.12.2018 ed ha chiesto un parere all'Ing. Poli, il quale nella propria relazione di stima ha sostanzialmente confermato tale valorizzazione, attribuendo ad esse un valore pari ad Euro 600.000.

#### ***BIII. Immobilizzazioni Finanziarie***

Le immobilizzazioni finanziarie comprendono una quota partecipativa al capitale del consorzio Confidapi, che prudenzialmente viene azzerata, in quanto non suscettibile di realizzo.

#### ***4.1.2. Attivo Circolante***

##### ***CI. Rimanenze***

La voce, iscritta in bilancio per un valore complessivo pari ad euro 6.766.829,70, comprende rimanenze di materie prime e di consumo, pari ad euro 397.234,96 nonché lavori in corso su ordinazione per euro 6.369.594,74.

Per i lavori in corso su ordinazione in generale si prevedono due criteri di valutazione:

- 1) criterio della commessa completata (criterio del costo);
- 2) criterio della percentuale di completamento (criterio basato sui corrispettivi maturati con ragionevole certezza).

La Società ha adottato da qualche anno il secondo criterio.

Le materie prime e di consumo sono iscritte al costo medio ponderato di acquisto, essendo caratterizzate da una elevata rotazione, tale costo medio si ritiene rispecchi il valore di presumibile realizzo.

Per ciò che concerne i lavori in corso su ordinazione il sottoscritto, per le commesse ultimate alla data del 31.3.2019 ha verificato la corrispondenza del valore iscritto tra le rimanenze finali con il corrispettivo effettivamente fatturato.

Alla luce di quanto sopra esposta il Perito conferma il valore di iscrizione in bilancio pari ad euro 6.766.830.

## ***CII. Crediti***

### ***CII.1) Crediti v/Clienti***

I crediti verso clienti iscritti in bilancio ammontano ad € 814.251,32.

I suddetti importi ineriscono a normali operazioni commerciali e comprendono i seguenti importi:

Crediti v/clienti	€ 490.184,22
Presentazione Effetti presso istituti bancari	€ 245.200,00
Effetti insoluti	€ 121.169,79
Fondo svalutazione crediti	€ -42.302,69

Sulla base di informazioni raccolte riguardanti la valutazione dei crediti scaduti e il grado di solvibilità degli stessi, lo scrivente ritiene di procedere allo stralcio prudenziale dei crediti insoluti, essendo gli stessi scaduti in prevalenza già nel corso dell'esercizio 2012, in quanto riferiti ad una società in concordato preventivo e per la restante parte ad un fallimento dichiarato nel corso dell'esercizio 2019; il perito procede, inoltre, allo storno del relativo Fondo svalutazione crediti, apportando una variazione netta complessiva al Patrimonio sociale di € 78.867,10.

Per ciò che concerne il Fondo svalutazione crediti, il perito, valutata la *Aging List* fornita dalla Società e constatato che non vi sono ulteriori crediti scaduti, ritiene di non procedere ad ulteriori accantonamenti.

Il perito attribuisce agli stessi un valore netto pari ad euro 735.384.

### ***CII.5-bis) Crediti verso l'Erario***

La voce risulta così suddivisa:

Credito IVA	€ 90.358,00
Ires in compensazione	€ 131.054,00
Credito Imposta Dl 91/2014	€ 38.500,00

Credito fiscale DI 66/14	€ 3.160,24
<i>Totale Crediti verso Erario</i>	<i>€ 263.072,24</i>

Il perito, ai fini della presente perizia, conferma l'importo di bilancio.

#### ***CII.5-quater) Crediti verso altri***

La società presenta in bilancio le seguenti voci:

Fornitori c/anticipi	€ 31.200,00
Depositi cauzionali	€ 6.729,00
Altri crediti diversi	€ 5.240,00
<i>Totale crediti verso altri</i>	<i>€ 43.169,00</i>

Il perito ritiene di confermare gli importi di bilancio.

#### ***CIV. Disponibilità Liquide***

##### ***CIV. 1) Banche c/c***

La società intrattiene cinque rapporti di conto corrente con i sotto indicati istituti di credito:

Banco BPM c/c 13486	€ 441.532,82
UBI banco di Brescia c/c 21979	€ 1.212,77
BCC Oglio e Serio c/c 180795	€ 37.553,54
BTL c/c 256114	€ 12.591,75
BCC di Brescia c/c 8000813313	€ -59.406,36
<i>Totale Banche c/c</i>	<i>€ 433.484,52</i>

Il sottoscritto, effettuate le debite riconciliazioni, conferma il valore iscritto in bilancio.

##### ***CIV. 3) Cassa***

Le disponibilità liquide possedute dall'azienda rappresentate dalla cassa evidenziano al 31.12.2018 un saldo finale pari a euro 74,00 che viene confermato ai fini peritali.

#### **D. Ratei e Risconti attivi**

I risconti attivi sono iscritti in bilancio per l'importo di euro 220.331,00 e sono dettagliati come di seguito evidenziato:

Risconti attivi	€ 57,76
Risconti attivi	€ 213.384,56
Risconti attivi su autoveicoli	€ 6.888,33
<i>Totale risconti attivi</i>	<i>€ 220.330,65</i>

I ratei e risconti iscritti in bilancio sono stati contabilizzati nel pieno rispetto del principio dell'inerenza e competenza economica. Il perito, ai fini della presente perizia, conferma l'importo iscritto in bilancio.

#### **4.1.3. Fondi per rischi e oneri**

L'accantonamento ai Fondi, iscritto in bilancio per euro 193.842,00, comprende gli accantonamenti dell'esercizio al "Fondo trattamento di fine mandato" dell'amministratore e a "Fondi vari di previdenza complementare", nonché passività per "Imposte differite" per Euro 145.566,00 relative a differenze temporanee tassabili, riconducibili a divergenze di valore delle giacenze di magazzino delle commesse infrannuali valutate con il metodo della percentuale di completamento, non rilevanti fiscalmente nell'esercizio.

Lo scrivente, dopo essersi accertato delle modalità di calcolo del fondo, ritiene di confermare l'importo iscritto in bilancio.

#### **4.1.4. Fondo TFR**

Il fondo T.F.R. alla data del 31.12.2018, tenuto conto del coefficiente di rivalutazione monetaria ai sensi di legge, ammonta a Euro 878.486 ed è relativo al debito effettivo maturato nei confronti dei dipendenti. Il perito conferma l'importo iscritto in bilancio.

#### **4.1.5. Debiti**

##### **D.6) Acconti**

Gli acconti sono costituiti da anticipi corrisposti da clienti per l'importo di euro 4.409.600. Il perito ritiene di confermare il valore iscritto in bilancio.

##### **D.7) Debiti verso fornitori**

I debiti verso fornitori comprendono sia debiti verso fornitori nazionali che fatture da ricevere. Il totale ammonta ad Euro 2.006.122. I suddetti importi ineriscono a normali operazioni commerciali.

Il perito decide di confermare il valore iscritto a bilancio.

##### **D.12) Debiti verso l'Erario**

La voce risulta così suddivisa:

Ritenute dipendenti ed assimilati	€ 117.799,19
Debito da conciliazione ADE	€ 37.547,70

Erario c/Irap	€ 3.391,00
Erario c/imp.sost.TFR	€ 462,10
<i>Totale debiti verso Erario</i>	<i>€ 159.199,89</i>

Il perito ritiene di confermare gli importi di bilancio, attribuendo quindi a tale voce l'importo di € 159.200.

#### ***D.13) Debiti verso Istituti previdenziali***

La suddetta posta contabile è composta dai debiti verso istituti previdenziali e risulta composta come di seguito evidenziato:

Debito per contributi previdenziali	€ 115.786,84
Debito verso Inail	€ 1.858,85
Debito verso istituti di previd.complementare	€ 8.054,19
<i>Totale debiti verso Istituti Previdenziali</i>	<i>€ 125.699,88</i>

Lo scrivente conferma il valore complessivo iscritto a bilancio pari a Euro 125.700.

#### ***D.14) Debiti diversi***

Alla data del 31.12.2018 la società presenta un'esposizione per debiti diversi così dettagliata:

Fondi vari di previdenza	€ 4.299,03
Debiti per cessione stipendio dipendenti	€ 462,00
Debiti verso personale dipendente	€ 119.988,04
Debiti diversi	€ 6.309,77
Debiti per trattenute sindacali	€ 50,70
Debiti v/banche	€ 4.588,58
Carta di credito VISA	€ 2.866,07
Rateo ferie dipendenti	€ 282.807,81
<i>Totale debiti verso Erario</i>	<i>€ 421.372,00</i>

Il sottoscritto ritiene di confermare l'importo iscritto a bilancio di euro 421.372.

#### ***4.1.6. Ratei e Risconti passivi***

I ratei e risconti passivi sono iscritti in bilancio per l'importo di euro 64.824,11 e sono dettagliati come di seguito evidenziato:

Ratei passivi autoveicoli	€ 266,00
Ratei passivi	€ 2.188,11
Risconti passivi	€ 62.370,00

I ratei e risconti iscritti in bilancio sono stati contabilizzati nel pieno rispetto del principio dell'inerenza e competenza economica. Il perito conferma il valore iscritto in bilancio.

#### 4.2. Determinazione del capitale netto rettificato

Un noto problema posto dall'informazione patrimoniale è la necessità che, con riferimento alle plusvalenze emergenti, siano stimati i potenziali carichi fiscali che esse sottendono. Si tratta di carichi potenziali e comunque differiti, ma comunque considerati nella stima del presente elaborato. Nel caso di specie anche in considerazione della possibilità di usufruire di eventuali rivalutazioni fiscali agevolate, il sottoscritto ha ritenuto opportuno calcolare prudenzialmente la fiscalità latente applicando un'aliquota pari al 16%.

L'aliquota fiscale sopra determinata è stata applicata sulla somma algebrica di plusvalenze e minusvalenze fiscalmente rilevanti pari ad € 2.126.594.

Si presenta, sotto forma di tabella, il patrimonio netto rettificato della società oggetto di perizia al 31.12.2018.

ATTIVO	BILANCIO contabile	RETTIFICHE	BILANCIO rettificato
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>			
Programmi software			
Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzaz. delle opere dell'ingegno	17.225	32.775	50.000
Concessioni, licenze, marchi e simili	7.047	-7.047	
Imposte sulle plusvalenze latenti 16%		-4.116	-4.116
<b>Totale immobilizzazioni immateriali</b>	<b>24.272</b>	<b>21.612</b>	<b>45.884</b>
<b>Immobilizzazioni materiali</b>			
Fabbricati	939.758	-55.758	884.000
Impianti e macchinari	1.470.612	2.229.388	3.700.000
Attrezzature	144.258	-64.258	80.000
Altri beni	26.773	36.727	63.500
Immobilizzazioni in corso e acconti	645.233	-45.233	600.000
Imposte sulle plusvalenze latenti 16%		-336.139	-336.139
<b>Totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>3.226.634</b>	<b>1.764.727</b>	<b>4.991.361</b>
<b>Immobilizzazioni finanziarie</b>			
Partecipazioni	110	-110	
<b>Totale immobilizzazioni finanziarie</b>	<b>110</b>	<b>-110</b>	
<b>Attivo circolante</b>			
Rimanenze	6.766.830		6.766.830
Crediti verso clienti	814.251	-78.867	735.384
Crediti tributari entro 12 mesi	224.572		224.572
Crediti tributari oltre 12 mesi	38.500		38.500
Altri crediti entro 12 mesi	36.440		36.440
Altri crediti oltre 12 mesi	6.729		6.729

ATTIVO	BILANCIO contabile	RETTIFICHE	BILANCIO rettificato
Depositi bancari	492.891		492.891
Cassa	74		74
Ratei e risconti	220.331		220.331
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>8.600.618</b>	<b>-78.867</b>	<b>8.521.751</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>11.851.634</b>	<b>1.707.362</b>	<b>13.558.996</b>

PASSIVO	BILANCIO contabile	RETTIFICHE	BILANCIO rettificato
<i>Patrimoni netto</i>			
Capitale sociale	93.600		93.600
Riserva da sovrapprezzo azioni	334.664		334.664
Riserva di rivalutazione	455.456		455.456
Riserva legale	23.527		23.527
Altre riserve	1.842.008		1.842.008
Perdite esercizi precedenti			
Utile 2018	779.238		779.238
Rettifiche di valutazione		1.707.362	1.707.362
<b>Totale Patrimonio netto</b>	<b>3.528.493</b>	<b>1.707.362</b>	<b>5.235.855</b>
<i>Debiti a medio-lungo termine</i>			
TFR	878.486		878.486
Finanziamenti bancari			
Fondi per trattamento quiescenza e obblighi simili	48.276		48.276
Fondi per imposte	145.566		145.566
<b>Totale Debiti a medio-lungo termine</b>	<b>1.072.328</b>		<b>1.072.328</b>
<i>Debiti a breve termine</i>			
Banche	63.995		63.995
Fornitori	2.006.122		2.006.122
Acconti	4.409.600		4.409.600
Debiti tributari	159.200		159.200
Debiti verso Istituti previdenziali	125.700		125.700
Altri debiti	421.372		421.372
Ratei e risconti	64.824		64.824
<b>Totale Debiti a breve termine</b>	<b>7.250.813</b>		<b>7.250.813</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>11.851.634</b>	<b>1.707.362</b>	<b>13.558.996</b>

Pertanto il patrimonio netto della società REGRO S.r.l. è pari ad **euro 5.235.855**.

#### 4.3. Reddito medio normalizzato (R)

Il reddito medio normalizzato prospettico viene individuato in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda considerata, e che abbia un'alta probabilità di riprodursi sull'intero orizzonte economico della stima, cosicché lo stesso sia dotato di stabilità e credibilità. Il reddito, per essere considerato normale, deve essere

depurato dalle componenti straordinarie e transitorie e dagli effetti originati dalle politiche di bilancio e deve essere opportunamente rivalutato, al fine di sopperire al processo inflazionistico cui è soggetto il mercato e l'economia in generale, sulla base del tasso d'inflazione medio riscontrato dall'ISTAT negli anni oggetto di normalizzazione.

Conformemente alla più accreditata e diffusa prassi valutativa, il Perito ha proceduto alla revisione dei Conti Economici della Società, sulla base dei dati risultanti dai bilanci relativi al triennio 2016-2018.

Descrizione	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
<b>Risultato dell'esercizio ante imposte</b>	<b>924.809</b>	<b>931.032</b>	<b>934.827</b>

**Variazioni in aumento**

Canoni di leasing di competenza	129.372	114.004	149.651
Minusvalenze	17.034	19.156	30.083
Oneri straordinari			
<b>Totale variazioni in aumento</b>	<b>146.406</b>	<b>133.160</b>	<b>179.734</b>

**Variazioni in diminuzione**

Ammortamenti beni in leasing	74.423	30.237	108.524
Oneri finanziari beni di leasing	11.505	1.582	5.803
Plusvalenze	758	1.404	20
Proventi straordinari	85.585	525	31.616
<b>Totale variazioni in diminuzione</b>	<b>172.271</b>	<b>33.748</b>	<b>145.963</b>

<b>Reddito normalizzato</b>	<b>898.944</b>	<b>1.030.444</b>	<b>968.598</b>
-----------------------------	----------------	------------------	----------------

Indici ISTAT		101,011	101,022
--------------	--	---------	---------

<b>Reddito normalizzato omogeneo</b>	<b>898.944</b>	<b>1.040.861</b>	<b>978.497</b>
--------------------------------------	----------------	------------------	----------------

Il perito procede, quindi, a calcolare il Reddito medio normalizzato atteso ante imposte, determinato quale media aritmetica semplice dei tre esercizi, nonché all'imputazione delle imposte dirette (IRES e IRAP) di competenza, come di seguito riportato.

<b>Reddito medio normalizzato atteso ante imposte</b>	<b>972.767</b>
---	----------------

<b>IRES</b>	<b>233.464</b>
-------------	----------------

Reddito ante imposte	972.767
Costo del personale al netto delle deduzioni	25.084
Gestione finanziaria	42.700
Oneri finanziari canoni di leasing	11.505
Base imponibile IRAP	1.052.056
<b>IRAP</b>	<b>41.030</b>

<b>Carico fiscale complessivo</b>	<b>274.494</b>
-----------------------------------	----------------

<b>Reddito medio normalizzato atteso post imposte</b>	<b>698.273</b>
---	----------------

#### 4.4. Remunerazione del Capitale investito (i)

Il tasso di remunerazione del capitale investito viene applicato al capitale netto rettificato K ed esprime il rendimento giudicato soddisfacente in considerazione del grado di rischio fronteggiato dall'azienda.

Nella determinazione del tasso si deve tener conto di due fattori:

- la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. *price of time*, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto dell'investimento.

Il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori, legati dalla formula sotto riportata:

$$i' = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

dove:

**R<sub>f</sub>** è il Risk Free, ossia il tasso privo di rischio;

**(R<sub>m</sub> – R<sub>f</sub>)** è il Premio per il rischio, che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario);

**β** è il coefficiente Beta, il quale misura la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato.

Per individuare il tasso *risk free*, la prassi ricorre ad una ricostruzione ipotetico-presuntiva, muovendo da tassi di rendimento per investimenti finanziari privi di rischio (e a prescindere da fenomeni o eventi "svalutativi" sotto il profilo monetario), come quelli attualmente ritraibili dai BTP (Buoni Poliennali del Tesoro) a scadenza quinquennale. Il rendimento "composto" netto di detti titoli viene rilevato dagli analisti sul sito del Dipartimento del tesoro nell'ordine del **1,32%** (1,51% al netto dell'imposizione fiscale del 12,5%).

Gli altri parametri sono stati rinvenuti dal sito di Aswath Damodaran professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di numerose pubblicazioni in tema di valutazione aziendale; il premio per il rischio azionario ammonta per il mercato italiano al **9,02%**.

Dal medesimo sito è stato tratto il coefficiente β, il quale in finanza misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume

rispetto alle variazioni del mercato e nel caso in esame misura la rischiosità specifica del settore, ossia il rischio che un investitore sopporta investendo in un settore determinato, anziché nel mercato azionario nel suo complesso; il coefficiente  $\beta$  è stato assunto pari a **1,03**. In definitiva, pur con tutte le cautele del caso, ritiene lo scrivente che la misura del tasso di remunerazione del Capitale investito ( $i$ ) sia da assumersi pari all'**10,61%** annuo [(1,32% + (9,02% \*1,03)].

#### 4.5. Tasso di attualizzazione del sovrareddito ( $i'$ )

Il sottoscritto perito ai fini della presente perizia ha assunto il tasso di attualizzazione del sovrareddito pari al tasso di rendimento medio del capitale ( $i$ ), ritenuto congruo in considerazione del fatto che il reddito differenziale risulta positivo.

#### 4.6. Capitale economico ( $A$ )

Stabilite tutte le variabili sottostanti, si procede alla determinazione dell'avviamento di REGRO, determinato assumendo un periodo temporale limitato di anni 10 ( $n$ ):

n	arco temporale	=	5
R	reddito normale atteso	=	698.273
K	patrimonio netto rettificato	=	5.235.855
rf	rendimento titoli riskless	=	1,32%
erp	equity risk premium	=	9,02%
$\beta$	beta	=	1,03
i	costo del capitale (rf + erp*b)	=	10,61%
i'	tasso di attualizzazione	=	10,61%

<b>A</b>	=	<b>532.416</b>
----------	---	----------------

#### 4.7. Determinazione del valore economico del capitale ( $W$ )

Alla luce di quanto esposto in precedenza si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda secondo la seguente formula:

<b>W = K + A</b>		
K	=	5.235.855
A	=	532.416
<b>W</b>	=	<b>5.768.271</b>

Assunto il dato come sopra determinato, ne consegue che il valore della quota di partecipazione di proprietà del fallimento è pari ad euro 5.191.444, corrispondente al 90% del valore sopra esposto, arrotondato ad **euro 5.190.000.**

## 5. METODO DI CONTROLLO

Il metodo principale ha permesso al sottoscritto di pervenire alla valutazione del complesso aziendale oggetto di stima ed al fine di verificarne l'affidabilità viene ora impiegato il metodo dei multipli di borsa, quale metodo di controllo.

Si tratta di un metodo utilizzato per la semplicità e l'immediata possibilità di identificare gli elementi che lo compongono.

In ipotesi di stato stazionario dell'impresa (*steady state*), ossia di impresa che non cresce e che quindi necessiterà di soli investimenti di rinnovo/mantenimento assunti di misura pari agli ammortamenti, si ritiene che la scelta più razionale sia il multiplo dell'EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*).

Il valore dell'azienda (EV) viene determinato in base alla formula:

$$EV = EBITDA \times M$$

Dove:

EV = *Enterprise Value*

EBITDA = *Earning before interest, taxes, depreciation and amortisation*

M = *Multiplo di settore*.

Il metodo appena esposto conduce alla determinazione del valore dell'azienda, senza tener conto della sua struttura finanziaria. A parità di valore dell'azienda, una diversa struttura finanziaria, un maggiore ovvero minore indebitamento ed un diverso peso degli oneri finanziari influenza il prezzo che l'acquirente è disposto a pagare.

Per tale ragione il valore corrispondente al prezzo della transazione si ottiene sottraendo dall'*Enterprise value* la posizione finanziaria netta (PFN), ossia la differenza tra i debiti finanziari (indipendentemente dalla scadenza temporale ed incluso il debito residuo attualizzato dei contratti di locazione finanziaria), le attività finanziarie a breve e le disponibilità liquide.

In sintesi, il valore dell'azienda (W) può essere determinato in base alla seguente formula:

$$W = EBITDA \times M - PFN$$

Dove:

W = *Valore economico del capitale*

EBITDA = *Earning before interest, taxes, depreciation and amortisation*

M = *Multiplo di settore*

PFN = *Posizione finanziaria Netta*.

Il conteggio dell'EBITDA viene riportato nella tabella sottostante:

CONTO ECONOMICO	31/12/2018
Ricavi Operativi	10.569.129 €
Costi operativi	6.291.640 €
<b>Valore aggiunto</b>	<b>4.277.489 €</b>
Costi per il personale	2.580.054 €
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>1.697.435 €</b>

La posizione finanziaria netta è stata conteggiata come di seguito esposto:

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	
Debiti finanziari	745.509 €
- Crediti finanziari	-
- Liquidità	492.965 €
<b>PFN</b>	<b>252.544 €</b>

Per procedere alla determinazione del valore del multiplo da utilizzare è stato consultato il sito del sopra citato professore Aswath Damodaran, individuando il valore dei multipli applicati ad azienda europee operanti nel settore “Auto parts” ed il valore estrapolato risulta di seguito evidenziato; si è inoltre ritenuto opportuno applicare una riduzione del 25% in considerazione delle dimensioni ridotte dell'azienda e del cosiddetto “sconto di illiquidità” rispetto alle società quotate utilizzate per l'analisi.

MULTIPLIO DI SETTORE	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>5,24</b>
Riduzione	25,00%
<b>Multiplo utilizzato</b>	<b>3,93</b>

Stabilite tutte le variabili, si procede alla determinazione del valore economico di REGRO applicando la formula sottostante:

W = EBITDA x M - PFN			
EBITDA	=	1.697.435	
M	=	3,93	
PFN	=	252.544	
<b>W</b>	=	<b>6.418.375</b>	

Ne consegue che il valore della quota della fallita Raffinerie Metalli Capra Spa è pari ad euro 5.776.538, corrispondente al 90% dell'importo sopra esposto, **arrotondato ad euro 5.750.000.**

## 6. CONCLUSIONI

Oggetto della presente relazione è la stima, alla data del 31.12.2018, del valore economico della partecipazione detenuta del fallimento RAFFINERIE METALLI CAPRA SPA, pari al 90% del capitale sociale della società REGRO.

Tale valore è stato calcolato sulla base dell'approccio misto reddituale patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, verificato mediante l'applicazione del metodo dei multipli di borsa.

Alla luce di quanto sopra esposto, il sottoscritto perito ritiene, ferme restando le premesse e le limitazioni indicate nella presente perizia, di stimare il valore della partecipazione nella società REGRO S.r.l. alla data del 31.12.2018 in **euro 5.190.000**.

La presente perizia consta di n. 33 pagine e n. 6 allegati.

Con la massima osservanza

Brescia, 30 maggio 2019

*Dott. Francesco Gitti*



## ALLEGATI

- Allegato sub 1** Perizia di stima avente ad oggetto il compendio immobiliare di proprietà della società redatta dal Geom. Alessandro Donda in data 4.12.2016;
- Allegato sub 2** Relazione di stima del compendio immobiliare redatto dall'Ing. Alessandro Poli, il 14.4.2019;
- Allegato sub 3** Perizia giurata estimativa avente ad oggetto il compendio mobiliare di proprietà della società redatta dall'Ing. Andrea Pea il 19.6.2018;
- Allegato sub 4** Estratto di ruolo rilasciato dall'Agenzia delle Entrate - Riscossione;
- Allegato sub 5** Certificato carichi pendenti rilasciato dall'Agenzia delle Entrate;
- Allegato sub 6** Bilancio e nota integrativa al 31.12.2018, approvato dall'assemblea dei soci ed in corso di deposito.