

DOCT. CLAUDIO GALLUCCI NOTAIO

00197 ROMA - VIA DOMENICO CHELINI 9 - TEL. 06 80 69 34 25 - FAX 06 80 69 34 33 Cell. 346 95 88 710

E-mail: cgallucci@notariato.it

GRAFICHE REKORD SPA

STIMA DEL VALORE
ATTIVITA' GRAFICA
PRODUZIONE ETICHETTE
SU CARTA E FILM



Roma, 5 luglio 2017

A handwritten signature or set of initials, possibly "CG", written in dark ink.

3

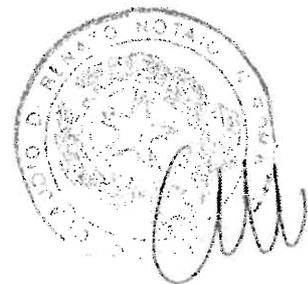
INDICE

1.	OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO	Pag. 4
2.	INFORMAZIONI UTILIZZATE E LIMITI DELLA STIMA	Pag. 5
3.	IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	Pag. 6
3.1	Il ramo "ante affitto" d'azienda	Pag. 6
3.2	La dotazione produttiva del ramo aziendale	Pag. 8
3.3	Accordo sindacale per la riduzione del costo del lavoro	Pag. 9
3.4	L'affitto del ramo d'azienda	Pag. 10
4.	NOTE METODOLOGICHE	Pag. 11
4.1	I criteri di valutazione	Pag. 11
5	LA VALUTAZIONE DEL RAMO AZIENDALE	Pag. 13
5.1	La scelta del metodo di stima nel caso di specie	Pag. 13
5.2	La consistenza patrimoniale del ramo aziendale	Pag. 14
5.3	La determinazione di "r"	Pag. 15
5.4	La determinazione di "i"	Pag. 17
5.5	Valutazione reddituale: risultato	Pag. 18
5.6	La valutazione del ramo aziendale	Pag. 18
6	CONCLUSIONI	Pag. 19



Allegati:

- a) Domanda di pre – concordato
- b) Decreto di ammissione a pre -concordato
- c) Contratto affitto d'azienda
- d) Elenco cespiti
- e) Cespiti in leasing
- f) Perizia Geometra Mutti, stima macchinari
- g) Perizia Architetto Sisti, immobile Trezzano S/ Naviglio Via Flavio Gioia 1/5
- h) Conto economico previsionale normalizzato
- i) Bilanci Grafiche Rekord 31.12.2016, 31.12.2015, 31.12.2014



A handwritten signature in dark ink, consisting of a large, stylized letter 'S' followed by a smaller character, possibly a dot or a second letter.

1. **OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO**

Il sottoscritto, Dott. Jacopo Doveri, con Studio in Roma, Via Chelini n. 9, iscritto all' Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma, Revisore Legale, ha ricevuto da GRAFICHE REKORD S.p.A. in data 20 febbraio 2017 l'incarico di valutare il "fair value" alla data del 28 febbraio 2017 dell'azienda *Attività grafica di produzione di etichette su carta e film* come meglio individuata successivamente nella presente perizia.

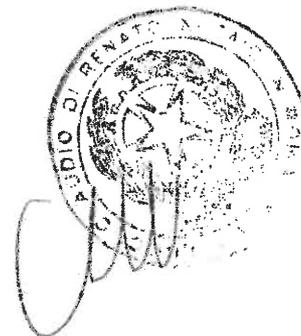
In data 1° marzo 2017 la società ha stipulato un contratto di affitto del proprio ramo aziendale operativo alla società COSMOGRAFICA ALBERTINI SPA, con atto Notaio Mauro Grandi di Milano, registrato all' Ufficio Registro Milano 6 al n.7379 serie 1T.

Il suddetto contratto di affitto comporta la proposta irrevocabile di COSMOGRAFICA ALBERTINI S.p.A. all'acquisto del ramo aziendale locato al prezzo netto di €. 2.850.000,00 (determinato da valore attribuito agli attivi aziendali pari ad €. 3.844.395,00, decurtati dal debito di €. 944.395,00 per contratti di leasing che COSMOGRAFICA ALBERTINI si è impegnato a pagare).

In data 14 marzo 2017 GRAFICHE REKORD S.p.A. ha presentato domanda di concordato preventivo (All. a), con contestuale richiesta di un termine per la presentazione della proposta, del piano e della documentazione, così come previsto dall'art. 161 comma 6 legge fallimentare.

Con decreto in data 16.3.2017 (All. b) il Tribunale di Milano ha concesso termine per la presentazione della definitiva proposta di concordato preventivo, del piano e della documentazione di cui all'art. 161 comma 2 e 3 legge fallimentare sino al 13 luglio 2017.

La presente valutazione ha la finalità di esprimere il valore del ramo aziendale di cui il piano di concordato prevede l'alienazione.



2. INFORMAZIONI UTILIZZATE E LIMITI DELLA STIMA

Ai fini della valutazione, la Direzione aziendale ha fornito i seguenti principali documenti:

- Bilanci di GRAFICHE REKORD S.p.A. al 31.12.2013, 2014, 2015 e 2016;
- Situazione patrimoniale ed economica di GRAFICHE REKORD S.p.A. al 31.12.2016 e al 28.2.2017;
- Conti economici consuntivi relativi al ramo d'azienda oggetto di valutazione;
- Conto economico normalizzato relativo al ramo d'azienda oggetto di valutazione;
- Contratto di affitto d'azienda e proposta irrevocabile d'acquisto;
- Accordi sindacali con dipendenti;
- Domanda di GRAFICHE REKORD S.p.A. di ammissione alla procedura di concordato preventivo ai sensi dell'art. 161 comma 6 legge fallimentare;
- Perizie di stima immobiliari predisposte dall' Architetto Enzo Sisti;
- Perizie di stima macchinari, impianti ed attrezzature predisposta dal Geom. Luca Mutti.

Oltre ai documenti sopra elencati, ne sono stati acquisiti diversi altri, richiamati nella relazione e, ove necessario, allegati ad essa.

Nel corso di diversi colloqui e accessi, sono state attinte informazioni dai principali esponenti della Direzione aziendale, ad illustrazione o migliore comprensione della documentazione ottenuta.

Sono state, infine, assunte informazioni pubblicamente disponibili sul settore.

Le analisi valutative illustrate nel presente documento poggiano su piani predisposti dalla Direzione di GRAFICHE REKORD S.p.A.

Il sottoscritto ha utilizzato la documentazione sopra descritta e i dati ricavabili da tale documentazione sul presupposto della loro correttezza e rispondenza al vero. Non sono state svolte dal sottoscritto verifiche e riscontri se non in ordine all'autenticità della documentazione e ai criteri di valutazione.

La presente stima è riferita alla data del 28 febbraio 2017.



A handwritten signature in dark ink, consisting of a large, stylized letter 'S' followed by a smaller flourish.

3. IL RAMOD'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

3.1 Il ramo "ante affitto" d'azienda

Grafiche Rekord S.p.A. opera nel settore della stampa grafica dal 1932, ed è specializzata nella attività grafica di produzione di etichette su carta e film.

L'azienda è situata a Trezzano S/Naviglio in opifici industriali siti in Via Flavio Gioia ai numeri 1, 5A, 5B, 5C, 6/8.

La dotazione di macchinari ed attrezzature è costituita da macchine tipografiche per la stampa e la finitura, dai sistemi informatici di composizione grafica, da taglierine, ecc.

Parte dei macchinari è utilizzato in locazione finanziaria.

Gli addetti afferenti il ramo aziendale sono 47, escludendo n. 5 dipendenti occupati in mansioni commerciali ed amministrative che non "migrati" nel ramo d'azienda oggetto di locazione¹.

I risultati passati dell'andamento aziendale sono di seguito esposti nella forma dei conti economici relativi agli ultimi quattro esercizi (i bilanci sono riportati in All. i).

	2013	2014	2015	2016
Valore della produzione				
Ricavi	11.593.898	10.565.112	11.358.490	9.472.751
Variazione rimanenze	207.487	-187.830	217.781	-146.271
Altri	41.206	0	359.781	17.170
	<u>11.842.591</u>	<u>10.377.282</u>	<u>11.936.052</u>	<u>9.343.650</u>
Costi della produzione				
Materie prime	4.875.444	4.581.253	5.011.726	4.251.688
Servizi	2.771.166	2.560.295	3.088.202	2.764.011
Godimento beni di terzi	545.602	487.267	482.199	474.802
Personale	3.177.685	3.121.011	2.905.513	2.870.962
Ammortamenti e svalutazione	519.133	444.633	371.584	254.986
Variazione rimanenze	-92.943	71.789	-209.463	120.511
Accantonamento rischi	0	0	0	150.000
Altri accantonamenti	0	0	0	0
Oneri diversi gestione	52.591	79.217	43.221	542.644
	<u>11.848.678</u>	<u>11.345.465</u>	<u>11.692.982</u>	<u>11.429.604</u>
Differenza valori e costi produzione	<u>-6.087</u>	<u>-968.183</u>	<u>243.070</u>	<u>-2.085.954</u>
Gestione finanziaria	-202.486	-199.996	-185.891	-178.711
Risultato prima delle imposte	<u>-208.573</u>	<u>-1.168.179</u>	<u>57.179</u>	<u>-2.264.665</u>
Imposte	25.110	-207.483	54.617	812.488
Utile (perdita netta)	<u>-233.683</u>	<u>-960.696</u>	<u>2.562</u>	<u>-1.077.153</u>

data 28 febbraio 2017 quattro addetti sono stati licenziati; un addetto amministrativo è rimasto alle dipendenze di GRAFICHE REKORD S.p.A. per il disbrigo della gestione contabile al servizio del Concordato.

La società ha conseguito soddisfacenti risultati in passato, anche grazie al vantaggio competitivo costituito dalla competenza degli addetti e dalla modernità degli impianti di produzione.

A partire dagli anni più recenti gli scenari sono progressivamente cambiati.

Da un lato si è assistito ad un forte sviluppo tecnologico caratterizzato dall'applicazione estesa dell'informatica, sia nel settore della composizione grafica che nella parte produttiva.

Dall'altro una progressiva concentrazione dei clienti nonché al cambiamento delle condizioni commerciali di acquisizione delle commesse.

Sotto l'aspetto dell'innovazione tecnologica, con richiesta di nuove professionalità basate sull'uso delle tecniche di composizione e di produzione informatizzate, e tramonto delle capacità "artigianali" connotanti gli addetti dell'industria grafica "tradizionale", Grafiche Rekord ha dovuto avviare un'efficace azione di riconversione professionale del personale. Tale scelta ha comportato il mantenimento di elevati costi del lavoro, dovuto ai generosi trattamenti economici concessi in passato ma rivelatisi "fuori mercato" nel mondo competitivo post crisi.

Per quanto riguarda l'approccio commerciale, si è passato da una situazione di contrattazione degli ordini basata sul rapporto personale, con prevalenza dei fattori qualità/servizio garantiti ai clienti rispetto al componente prezzo, ad una decisa selezione condotta mediante gare indette dalla clientela premianti le offerte più aggressive sul versante dei prezzi.

La società ha intrapreso più azioni volte al rilancio, ricorrendo a consulenze di esperti del settore grafico e finanziario: alla nomina di un manager professionista specializzato in ristrutturazioni; alla terziarizzazione di attività produttive per ridurre l'incidenza dei costi fissi.

L'osservazione dei risultati economici degli ultimi esercizi mostra il sensibile peggioramento dell'andamento aziendale, con perdite per il triennio di oltre Euro 4 milioni.

A fronte di ricavi stabili, intorno ad euro 10 milioni annui, si è manifestato un drastico peggioramento dei margini, determinato dai seguenti fattori:

- Impossibilità a trasferire sui prezzi di vendita gli aumenti dei costi di materia prima;
- Crescente incidenza del costo delle lavorazioni esterne;
- Incidenza crescente del costo del lavoro.



3.2 La dotazione produttiva del ramo aziendale

La dotazione produttiva di Grafiche Rekord è costituita dai macchinari, attrezzature, strumentazione informatica di fotocomposizione, mobili e arredi ufficio, come da dettaglio riportato in allegato (All. d).

Alcuni dei macchinari più rilevanti, sia sotto l'aspetto funzionale che per valore monetario sono utilizzati in locazione finanziaria, come da dettaglio riportato in allegato (All. e).

Sono di proprietà di Grafiche Rekord opifici industriali e un terreno siti in Trezzano S/Naviglio. Ancorché a tutto il 28 febbraio tutti gli opifici industriali fossero utilizzati per l'attività produttiva, parte di essi possono essere ritenuti esuberanti per lo svolgimento dell'attività aziendale, potendosi essa essere concentrata la stessa, dopo un' opportuna razionalizzazione, in un'unica localizzazione.

Tale circostanza è confermata anche dalla scelta dell' affittuario del ramo d'azienda di comprendere nel contratto d'affitto i soli opifici industriali siti in Trezzano S/N in via Flavio Gioia ai numeri civici 1, 3 e 5, escludendo invece i fabbricati a fronte strada ai civici 6 e 8.

Le dotazioni predette hanno costituito oggetto di valutazione autonoma da parte di esperti incaricati da Grafiche Rekord SpA ai fini della predisposizione del piano di concordato.

In particolare, la valutazione di terreni e fabbricati è stata effettuata dall' Architetto Ezio Sisti, con studio professionale in Milano, Via Luigi Majno n. 28 con copia delle perizie riportata in allegato (All. g).

La valutazione dei macchinari è stata invece effettuata dal Geom. Lucca Mutti, con Studio in Milano, in via Carlo Angeli n. 3, concopia delle perizia riportata in allegato (All. f).

Di seguito sono riassunti i valori dei cespiti afferenti il ramo d'azienda risultanti dalle suddette perizie:

Cespiti	Afferenti azienda	Esclusi ramo	Totali
Immobili			
Via Flavio Gioia, 1	1.600.000	0	1.600.000
Via Flavio Gioia, 5a e 5b	0	0	0
Terreno + Flavio Gioia 6/8		1.476.000	1.476.000
	1.600.000	1.476.000	3.076.000

Macchinari, attrezzature e impianti			
Di proprietà	600.000	0	600.000
In locazione finanziaria	1.320.000	0	1.320.000
	1.920.000	0	1.920.000
Totale attivo	3.520.000	1.476.000	4.996.000
Debito residuo quota capitale locazione finanziaria			
	-967.770	0	-967.770
Valore netto patrimoniale	2.552.230	1.476.000	4.028.230

3.3 Accordo sindacale per la riduzione del costo del lavoro

Tra le cause preponderanti della crisi aziendale figura spiccatamente l'elevato costo del lavoro.

Mentre la struttura organizzativa risulta adeguata nella composizione degli addetti, il costo pro-capite è assai elevato rispetto alle medie del settore per i vari ruoli produttivi. Tale circostanza deriva da trattamenti retributivi generosi concessi in passato alle maestranze che, vista l'azione di contenimento dei prezzi nei mercati di sbocco, concorrono ad erodere i margini di profitto in misura tale da non consentire la copertura dei costi fissi.

Controprova di tale situazione è stata l'adesione unanime da parte del personale dipendente alla trattativa di rinegoziazione sindacale perfezionata con la società nel mese di febbraio 2017, condizione essenziale per il perfezionamento dell'affitto del ramo aziendale a COSMOGRAFICA ALBERTINI.

La rinegoziazione ha determinato la riduzione del costo del lavoro con soppressione delle posizioni di lavoro ridondanti, e la ridefinizione dei livelli di retribuzione mediante contenimento dei trattamenti economici più onerosi.

Ancorché la rinegoziazione del costo del lavoro non sarebbe stata presumibilmente perseguibile senza il concorso dell'opzione affitto ramo aziendale proposta da COSMOGRAFICA ALBERTINI, si ritiene (anche ai fini di valutazione del ramo d'azienda, come verrà di seguito più ampiamente illustrato) che i risultati ottenuti costituiscano elemento connotativo del suddetto ramo aziendale.



3.4 Affitto del ramo d'azienda

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione è stato concesso in affitto alla società COSMOGRAFICA ALBERTINI S.P.A. in data 28 febbraio 2017 con atto del Notaio Grandi di Milano, registrato presso l' Ufficio del registro Milano 6 in data 1° marzo 2017 (All. c)

Il canone di locazione è pari ad €. 180.000,00 annui oltre IVA, con canone mensile di € 15.000,00 e durata indicativa di 24 mesi, con efficacia al più tardi dal 1° marzo 2017.

Il contratto prevede per Cosmografica Albertini l'impegno all'acquisto dell'complesso aziendale locato per un prezzo di €. 2.850.000,00, con ulteriore impegno di parte locatrice a farsi carico, sia nel corso dell'affitto che in caso di esercizio del diritto di acquisto, dei canoni di leasing attualmente in corso per il Ramo di azienda e del costo del relativo riscatto, pari a circa €. 1.100.000,00.



4. NOTE METODOLOGICHE E I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

4.1 I criteri di valutazione

Il valore di un'azienda viene espresso mediante la "formula generale" seguente:

$$[1] \quad W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

laddove:

W: è il valore dell'azienda;

F_t: indica i flussi finanziari generati dall'azienda al tempo t;

n: individua l'orizzonte temporale assunto ai fini della stima;

i: indica il tasso di attualizzazione.

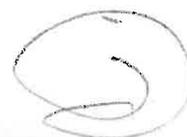
L'eventuale valore residuo dell'azienda al tempo "n" viene trattato alla stregua di un flusso "finale" (nel qual caso la formula generale precedente deve essere opportunamente adeguata). L'impiego di tale formula generale può incontrare varie difficoltà, soprattutto nella quantificazione oggettiva dei flussi finanziari. Per tale ragione, la formula [1] in questione finisce, quasi sempre, per costituire un punto di riferimento per l'elaborazione ed applicazione di metodi di stima semplificati, che, a seconda del grado di ideale "vicinanza" alla formula generale, si qualificano per una maggiore o minore razionalità. Tra questi, si ricordano, in particolare:

- il metodo patrimoniale, che prevede che il valore economico dell'azienda sia pari al suo patrimonio netto rettificato, espresso a valori correnti anziché a valori contabili.
- il metodo reddituale, che determina il valore aziendale in funzione del reddito generato dall'impresa, ed è considerato, assieme al metodo finanziario, che determina il valore dell'impresa in ragione dei flussi di cassa prodotti, quello avente maggior grado di razionalità. Tanto del metodo reddituale, che di quello finanziario esistono diverse varianti applicative, che fanno riferimento, di volta in volta, a redditi o flussi operativi o al netto della gestione finanziaria, di durata limitata o illimitata nel tempo, ecc..
- il metodo misto, che determina il valore dell'azienda in funzione tanto del suo patrimonio, che dei flussi generati. Anche di tale metodo esistono diverse varianti applicative, le più diffuse delle quali sono quelle che prevedono la riespressione a valori correnti del capitale investito e la separata quantificazione del Goodwill (o del Badwill) in funzione, rispettivamente, dell'eccesso



(o difetto) dei flussi attesi dell'azienda rispetto al rendimento ordinario rappresentativo dell'investimento.

- I metodi finanziari, che determinano i valori basandosi sulle capacità aziendali di produrre flussi di cassa, valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo.



5 LA VALUTAZIONE DEL RAMO AZIENDALE

5.1 La scelta del metodo di stima nel caso di specie

Nel caso in esame si è ritenuto preferibile adottare una metodologia di valutazione di stampo "reddituale", nella configurazione basata sulla identificazione del reddito normalizzato futuro atteso generato dall'azienda capitalizzato con la formula della rendita perpetua.

Si è proceduto quindi, come si è detto, alla determinazione del valore d'azienda con metodologia reddituale, considerando il valore W dell'azienda oggetto di valutazione risultante dalla seguente formulazione:

$$W = r / i$$

laddove:

"W" è il valore dell'azienda;

"r" è il valore del reddito medio annuo normalizzato atteso

"i" è il tasso di capitalizzazione

5.2 La consistenza patrimoniale del ramo aziendale

Ancorché sia stata privilegiata la valutazione con metodologia reddituale, nel presente paragrafo si richiama la consistenza patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione, riferendosi ai valori di attivi e passivi trasferiti col ramo affittato, costituiti dai seguenti componenti:

- Immobili;
- Attrezzature, macchinari e impianti di proprietà;
- Attrezzature, macchinari e impianti in locazione finanziaria;
- Valore residuo dei canoni di leasing a scadere relativi ai cespiti in locazione finanziaria.

La valorizzazione dei suddetti componenti attivi e passivi è stata così determinata:

- Immobili: si è assunto il valore indicato da perizia svolta dall'esperto valutatore Arch. Sisti;
- Attrezzature, macchinari e impianti, di proprietà e in locazione finanziaria: si sono assunti i valori indicati da perizia svolta dall'esperto valutatore Geom. Luca Mutti;



- Debito residuo dei canoni di leasing a scadere: determinati sulla base di piani di ammortamento finanziario allegati ai contratti di locazione².

Il valore netto patrimoniale ammonta così determinato ammonta ad €2.552.230 così composto:

Immobili	
Via Flavio Gioia, 1	1.600.000
	<u>1.600.000</u>
Macchinari, attrezzature e impianti	
Di proprietà	600.000
In locazione finanziaria	1.320.000
	<u>1.920.000</u>
Totale attivo	<u>3.520.000</u>
Debito residuo capitale locazione finanziaria	<u>-967.770</u>
Valore netto patrimoniale	<u>2.552.230</u>

Non costituiscono oggetto di valutazione i cespiti di Grafiche Rekord non direttamente afferenti al ramo d'azienda (in particolare, sono esclusi i fabbricati di Trezzano S/N di via Flavio Gioia 6/8 e il terreno di via Boccaccio).

5.3 Valutazione reddituale: la determinazione di "r"

Base essenziale di calcolo del capitale economico d'azienda sono costituiti dai flussi di reddito attesi.

Il caso in oggetto è quello particolare di una azienda dove manca il requisito della continuità aziendale, tant'è che la società ha dovuto ricorrere ad una delle procedure concorsuali previste nei casi di crisi d'azienda.

Scenari futuri basati sul mantenimento della struttura economica preesistente, con conseguenti risultati negativi, porta solo a valutazioni di valore negativo.

Al fine di poter assegnare il valore del ramo d'azienda in oggetto, si è ritenuto procedere all'identificazione delle "potenzialità" della stessa, utilizzando i dati passati rettificati dei

²Ai fine della presente stima, si ipotizza la sussistenza della condizione di nulla osta alla trasmissibilità dei contratti di leasing in capo al soggetto cessionario del ramo d'azienda.



componenti riconducibili a quelle diseconomie che la Direzione Aziendale ha dovuto subire senza possibilità di intervento per la situazione di scarsità di risorse.

Così, riferendosi al fattore più macroscopico tra quelli individuabili, nella modellizzazione della "redditività normale" si è riconsiderato il costo del lavoro, eliminando i maggiori costi dovuti alle remunerazioni concesse più elevate rispetto a quelle medie di mercato.

Tenuto conto che la società ha condotto positivamente la procedura di contrattazione sindacale finalizzata alla riduzione del costo del lavoro, lo scrivente perito ha quindi richiesto alla Direzione Aziendale di formulare una previsione economica che accogliesse gli effetti della suddetta ristrutturazione (che, se fosse stato possibile, avrebbe dovuto essere stata attuata già in anni precedenti).

In particolare, si è tenuto conto dalla riduzione di organico da n. 52a n. 47 addetti, grazie all'estromissione dal ramo aziendale di n. 5 dipendenti, e dalla riduzione dei trattamenti economici più elevati, con rinegoziazione generalizzata di ulteriori componenti generatori di costo, conformemente a quanto stabilito nella rinegoziazione delle retribuzioni pattuita con la forza lavoro.

Ulteriori variabili assunte per la formulazione degli scenari futuri sono state le seguenti.

Per le previsioni di vendita, sono stati ipotizzati per il primo anno di attività "ristrutturata" l'ottenimento di vendite per €. 10,0 milioni (valore in linea con la media dei ricavi conseguiti negli esercizi 2014, 2015 e 2016).

I costi variabili (comprensivi della parte di lavoro dei dipendenti diretti) sono stati mantenuti con l'incidenza storica sui ricavi, apportando aggiustamenti a riduzione dell'incidenza delle lavorazioni esterne destinate ad essere internalizzate e ipotizzando l'assunzione di sei addetti per poter sostenere le lavorazioni non più esternalizzate.

I costi fissi sono stati mantenuti assumendo quelli storici, depurati dai costi non ricorrenti (consulenze esterne direzionali) e straordinari, incrementati per l'attesa di crescita.

Sono inoltre stati rivisti al rialzo le spese di manutenzione necessarie a mantenere in efficienza impianti e macchinari; i canoni di locazione finanziaria sono stati adeguati ai livelli contrattuali; gli ammortamenti sono stati determinati sulla base dei valori attribuiti ai cespiti, ammortizzati a quote costanti per una vita utile di 10 anni.

L'incidenza della gestione finanziaria è stata determinata sulla base di fabbisogni di cassa generati dalla dinamica del capitale circolante netto.

Le imposte sono state determinate sulla base delle aliquote IRES e IRAP attualmente vigenti.

Di seguito sono riportate le previsioni economiche così predisposte:



Handwritten signature and scribbles over the stamp.

Euro x 1.000	2014	2015	2016	Normalizzato
Ricavi	10.526	11.358	9.473	10.000
Costi variabili				
Consumi di materiali	4.811	4.564	4.483	4.420
Lavorazioni esterne	865	1.201	1.300	450
Altri costi diretti industriali	476	456	411	430
Trasporti acquisiti	200	266	250	200
Costi variabili commerciali	72	36	2	40
Costo del lavoro	3.172	3.134	2.932	2.755
Totale variabili	9.596	9.657	9.379	8.295
Margine contribuzione	930	1.701	94	1.705
COSTI FISSI				
Manutenzioni	119	76	99	98
Locazioni industriali	69	71	111	91
Altri costi fissi industriali	181	163	130	158
Altri costi fissi commerciali	303	237	222	254
Spese generali e amministrative	391	544	377	250
Canoni di locazione macchinari	350	353	351	289
Ammortamenti	151	154	149	90
Totale costi fissi	1.564	1.598	1.439	1.230
Risultato ante gestione finanziaria				475
Oneri finanziari				-76
Imposte				-111
Risultato ramo aziendale	-634	103	-1.344	288

Per la determinazione del valore "r" è stata presa in considerazione la previsione reddituale IV formulate dalla Direzione Aziendale, con determinazione di un reddito medio normalizzato pari ad €. 288.000.



5.4 Valutazione reddituale (segue) : la determinazione di "i"

Il tasso di interesse normale "i" da utilizzarsi per la capitalizzazione perpetua del reddito medio annuo normale atteso è stato determinato adottando il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$.Ke = rf + \beta(rm - rf) + ep$$

dove:

Ke = costo del capitale di rischio

rf = rendimento degli investimenti privi di rischio

β = indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;

(rm - rf) = premio per il rischio di mercato

rf: rendimento degli investimenti privi di rischio

Coerentemente con l'attuale prassi valutativa, si è fatto riferimento ad un tasso privo di rischio normalizzato pari al 4%.

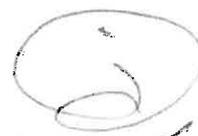
Il ricorso ad un tasso normalizzato, scaturente dal confronto dei rendimenti storici per investimenti privi di rischio nell'insieme dei paesi industrializzati, è motivato dall'attuale basso livello dei rendimenti di mercato che mal si presta, nella presente congiuntura, ad esprimere un tasso medio di rendimento atteso.

B: indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato

Il tasso β è stato assunto pari ad 1 (pari al β del portafoglio di mercato).

(rm - rf) determinazione del rischio

L'equity risk premium è di solito rappresentato in termini di media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio, in genere rappresentati da titoli di stato. Si tratta di una variabile la cui grandezza dipende dal metodo di calcolo utilizzato, dalla durata del periodo considerato ecc.. Nel presente caso, l'equity risk premium è stato assunto in misura pari al 5,0%, cui si è aggiunto un ulteriore coefficiente pari all' 1% per rischio correlato all'attività di aziende di modeste dimensioni, quali quelle oggetto di valutazione.



La Tabella seguente illustra il procedimento di calcolo del tasso di attualizzazione impiegato nelle stime, pari al 10%.

Calcolo tasso di attualizzazione i		
Tasso risk free		4,0%
Equity risk premium	5,0%	
β - Beta	1	
Equity risk premium x β		5,0%
Extra rischio impresa piccole dimensioni		1,0%
		10,0%

5.5 La valutazione reddituale (segue): risultato

Avendo determinato la misura del reddito normalizzato medio atteso tasso di capitalizzazione "i" è possibile applicare il metodo di valutazione reddituale con la formula della capitalizzazione perpetua, ottenendo la seguente valorizzazione:

$$W = 288.000/10\% = 2.880.000$$

5.6 La valutazione del ramo d'azienda

I valori del ramo aziendale scaturenti dalla applicazione delle metodologie predette sono i seguenti:

- Valore con criterio patrimoniale: € 2.552.530
- Valore con metodologia reddituale: € 2.880.000

Lo scrivente perito, ritenendo che la metodologia reddituale sia quella più idonea alla valutazione del ramo d'azienda in esame, conferma che il valore attribuibile al ramo d'azienda grafica di produzione di etichette su carta e film di Grafiche Rekord SpA al 28.2.2017 è pari ad Euro 2.880.000,00 (Eurodue milioniottocentoottantamila/00).



6. **CONCLUSIONI**

Il sottoscritto perito, a conclusione del processo di valutazione nelle modalità descritte nella presente perizia, richiesto di assegnare il valore al ramo d'azienda di produzione di etichette su film e plastica proprietà di GRAFICHE REKORD S.p.A. esprime la conclusione che il medesimo abbia valore pari ad Euro 2.880.000,00 (Eurodue milioniottocentoottantamila/00).

Roma, 5 luglio 2017

Dott. Jacopo Doveri



ALLEGATI

- a) Domanda di pre – concordato
- b) Decreto di ammissione a pre -concordato
- c) Contratto affitto d'azienda
- d) Elenco cespiti
- e) Cespiti in leasing
- f) Perizia Geometra Mutti, stima macchinari
- g) Perizia Architetto Sisti, immobile Trezzano S/ Naviglio Via Flavio Gioia 1/5
- h) Conto economico previsionale normalizzato
- i) Bilanci Grafiche Rekord 31.12.2016, 31.12.2015, 31.12.2014



A large, stylized handwritten signature or mark, possibly a second signature or a specific symbol, located at the bottom right of the page.



Claudio Gallucci
Notaio

REPERTORIO N. 33246

VERBALE DI ASSEVERAZIONE
REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladiciassette, il giorno cinque del mese di luglio in Roma, presso il mio studio notarile.

Addi 5 luglio 2017

Avanti a me dottor CLAUDIO GALLUCCI, Notaio in Roma, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Roma, Velletri e Civitavecchia, con studio in via Domenico Chelini n. 9,

è presente:

- il Dottor Jacopo DOVERI nato a Roma il 7 maggio 1972, con studio in Roma, via Domenico Chelini n. 9, presso il quale domicilia, codice fiscale DVR JCP 72E07 H501A, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma, Revisore Legale.

Il comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, mi presenta la perizia di stima che precede, omessane la lettura per concorde volontà del comparente, chiedendomi di asseverarla con giuramento, ai sensi dell'art.1 del R.D.L. 14 luglio 1937 n. 1666.

Quindi deferisco il giuramento al comparente, previo serio richiamo da me Notaio fatto ai sensi del d.P.R. n. 445/2000, sulle conseguenze penali delle dichiarazioni false o reticenti e sull'obbligo di dichiarare la verità.

Il comparente presta quindi il giuramento, pronunciando le parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto, e quindi ho redatto la perizia di stima al solo scopo di far conoscere la verità".

Si richiede l'esonazione della registrazione ai sensi dell'art.1 l.n.390/1971.

Del presente atto ho dato lettura al comparente, il quale lo ha dichiarato in tutto conforme alla sua volontà e con me Notaio lo sottoscrive alle ore *dieci e minuti quaranta*

(10,50)

Scritto a macchina da persona di mia fiducia e completato a mano da me Notaio su un foglio per una pagina intera.

Jacopo Doveri
[Signature]