

Tribunale Civile e Penale di Milano
Sez. Fallimentare

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE
DELL'AZIENDA**

di proprietà della società

TECNOMAGNETE S.P.A.



**IGNAZIO ARCURI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE CONTABILE**

INDICE

1.1	PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO CONFERIMENTO DELL'INCARICO	5
1.2	OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV	5
1.3	ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	7
1.4	I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI E LE LIMITAZIONI DEL LAVORO SVOLTO.....	8
2.	SINTETICA PRESENTAZIONE DI TECNOMAGNETE E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.....	9
2.1	DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E DEL CORE BUSINESS.....	9
2.2	STRUTTURA DEL GRUPPO.....	14
2.3	PERIMETRO DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....	15
3.	CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO E IDENTIFICAZIONE DELLE COMPONENTI DI VALORE	18
3.1	IL MERCATO DI RIFERIMENTO.....	18
3.2	IL POSIZIONAMENTO DI TENOMAGNETE.....	18
4.	I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE	21
5.	LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	21
6.	IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO.....	24
6.1.1	Analisi dei risultati economici di TECNOMAGNETE	24
6.2	LE PROSPETTIVE ECONOMICHE E FINANZIARIE DELL'AZIENDA E LA DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA ATTESI	26
6.3	LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE.....	32
6.4	LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA	34
7.	CONCLUSIONI	38

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 – <i>Storyboard TECNOMAGNETE</i>	10
Tabella 2 – <i>Ancoraggio macchine utensili</i>	11
Tabella 3 – <i>Iniezione Plastica</i>	11
Tabella 4 – <i>Stampaggio lamiera</i>	12
Tabella 5 – <i>Sollevamento leggero</i>	13
Tabella 6 – <i>Grande sollevamento</i>	13
Tabella 7 – <i>Settori industriali di riferimento per TECNOMAGNETE</i>	18
Tabella 8 – <i>Reference list linea “PressTec”</i>	19
Tabella 9 – <i>Reference list linea “TecnoLift”</i>	19
Tabella 10 – <i>Reference list linea “QuadStamp”</i>	20
Tabella 11 – <i>Reference list linea “QuadExtra” e “MillTec”</i>	20
Tabella 12 – <i>Competitors nazionali ed internazionali</i>	21
Tabella 13 – <i>Bilanci di esercizio periodo 2014-2018 riclassificati (dati desunti dalle relazioni sulla gestione)</i>	24
Tabella 14 – <i>EBITDA, EBIT, EBT periodo 2014-2019</i>	24
Tabella 15 – <i>Evoluzione flussi di cassa 2015-2019</i>	25
Tabella 16 – <i>Evoluzione grafica flussi di cassa 2015-2019 (€/000)</i>	25
Tabella 17 – <i>Volume dei ricavi prospettici in relazione al mix di prodotti ipotizzato per il periodo 2021- 2025</i>	27
Tabella 18 – <i>Dettaglio numero di personale addetto per mansione previsto nel BUSINESS PLAN</i>	27
Tabella 19 – <i>Dettaglio costi previsti nel BUSINESS PLAN</i>	28
Tabella 20 – <i>Conti economici previsionali da BUSINESS PLAN (valori espressi in €)</i>	29
Tabella 21 – <i>Stato patrimoniale previsionale (valori espressi in €)</i>	30
Tabella 22 – <i>Capitale circolante netto (valori espressi in €)</i>	32
Tabella 23 – <i>Determinazione dei FCFO (valori espressi in €)</i>	32
Tabella 24 – <i>Determinazione tasso di attualizzazione (valori espressi in €)</i>	34
Tabella 25 – <i>Determinazione VA periodo esplicito (valori espressi in €)</i>	34
Tabella 26 – <i>Determinazione terminal Value (valori espressi in €)</i>	35
Tabella 27 – <i>Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)</i>	35
Tabella 28 – <i>Determinazione valore ramo d'azienda netto debiti accollati (valori espressi in €)</i>	36
Tabella 29 – <i>Determinazione EV con attualizzazione dell'ultimo FCFO analitico (valori espressi in €)</i>	36
Tabella 30 – <i>Analisi di sensitività con applicazione di un tasso di attualizzazione del 10,23% (valori espressi in €)</i>	37
Tabella 30 – <i>Valore delle componenti attive trasferite (valori espressi in €)</i>	38

DEFINIZIONI – ABBREVIAZIONI – GLOSSARIO

Business Plan	Si tratta del business plan redatto dalla società in relazione alle prospettive economico finanziarie del ramo d'azienda oggetto di vendita per il periodo 2021-2025
CAGR	Tasso di crescita annuale composto
CAPEX	Il Capex (da CAPital EXpenditure, cioè le spese in conto capitale) indica l'ammontare di flusso di cassa che una società impiega per acquistare, mantenere o implementare le proprie immobilizzazioni operative
CNDCEC	Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EBIT	Earnings Before Interests Tax
EBITDA	Earnings Before Interests Tax Depreciation Amortization
EV	Acronimo di Enterprise Value, ovvero componente del calore di una impresa che riguarda le sole componenti attive.
FCFO	Acronimo di Free Cash Flow From Operations e indica il flusso di cassa generato dalla gestione caratteristica al netto delle imposte
Intangibles	Attività immateriali
Intercompany	Si intendono i rapporti con le società appartenenti al Gruppo Tecnomagnete
l.f. o l.fall.	Legge Fallimentare - R.D. 16.03.1942 nr. 267
NCEU	Nuovo Catasto Edile Urbano
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes è il reddito operativo al netto delle imposte
OFFERTA	Si tratta dell'OFFERTA di acquisto del ramo aziendale presentata da ██████████ s.p.a. del 25.09.2020 come modificata a seguito delle successive integrazioni del 19.1.2020, 05.11.2020 e 09.11.2020
Opinion	Opinione di valutazione
PIV	Principi Italiani di Valutazione emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione ed entrati in vigore a partire dal 1 gennaio 2016
Procedura	Si intende la procedura di concordato di Tecnomagnete
Relazione di Attestazione	Si intende la relazione ex art. 161 comma 3 l.f. redatta dallo scrivente nell'ambito della Procedura di concordato di Tecnomagnete
Ramo d'azienda	Si tratta del perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione, di cui è prevista la vendita mediante procedura competitiva
TECNOMAGNETE	Si intende la società Tecnomagnete S.p.a.
SIDREA	Società Italiana dei Dicenti di Ragioneria e di Economia Aziendale
SOCIETÀ	Si intende Tecnomagnete S.p.a.

1.1 PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Tecnomagnete s.p.a. (di seguito “TECNOMAGNETE” o la “Società”), ha conferito incarico allo scrivente Dott. Ignazio Arcuri, iscritto all’ordine dei dottori commercialisti di Milano al n. 3241 ed al registro dei revisori legali con D.M. 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nr. 32 bis IV serie speciale del 28 aprile 1995, di esprimere una valutazione del valore del ramo d’azienda di proprietà di TECNOMAGNETE ai fini della vendita dello stesso mediante gara pubblica da svolgersi nel corso della procedura di concordato (di seguito la “Procedura”).

Tale incarico si affianca a quello svolto dallo scrivente per il rilascio della relazione di attestazione ex. art. 161, comma 3, l.fall. allegata al piano concordatario.

1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta a determinare il valore dell’azienda di proprietà della Società, che esercita presso la sede produttiva in Lainate (MI), via Nerviano 31 l’attività di produzione e distribuzione di attrezzature ed impianti magnetici a flusso controllato.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell’azienda, nell’ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire alla Società ed agli organi della Procedura, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l’espletamento della procedura competitiva da compiersi ai sensi degli artt. 163 *bis*, 105 e 107 l.fall.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valore (di seguito “*Opinion*”), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito “PIV”) redatti dall’Organismo Italiano di Valutazione.

In particolare, detta *Opinion* viene emessa nel quadro di un processo di dismissione di una azienda (ramo d’azienda) e di una serie di diritti complementari annessi all’azienda stessa meglio definiti nel seguente § 2.3 nell’ambito di una vendita di tipo competitivo.

E’ inoltre bene evidenziare che:

1. il sottoscritto si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo “I” e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;

3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alle valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

Pare anche il caso di precisare che l'*Opinion* che il sottoscritto emetterà, consisterà in un giudizio sul valore del ramo d'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende¹ offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- *da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/OFFERTA dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'OFFERTA e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività”*.

¹ Vedasi L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32.

Nella presente *opinione* il sottoscritto terrà in considerazione anche il documento denominato: “*Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi*” emesso dal CNDCEC e da SIDREA.

Posto quanto precede, la validità della presente relazione è limitata alle finalità per la quale la stessa è stata richiesta, ovvero quella di individuare un valore da porre a base per l'avvio della procedura di vendita ex art. 163 *bis* l. fall.,

1.3 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Lo scrivente, anche mediante i suoi soci e collaboratori di studio, ha proceduto ad effettuare una serie di accessi presso la sede della Società, alla presenza della dott.ssa Manuela Ciriani responsabile amministrativa, del dott. Claudio Caccianiga CFO², del Sig. Cardone Cristiano legale rappresentante nonché persona di riferimento per l'attività di produzione e gestione del magazzino, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa. E' stato acquisito un repertorio fotografico ed è via via stata acquisita la documentazione contabile e societaria necessaria allo svolgimento dell'incarico.

Sono state effettuate una serie di sessioni di lavoro con il dott. Stefano Cernuschi dello Studio Associato Trotter, *advisor finanziario* di TECNOMAGNETE, nonché con i referenti della Società.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione del perimetro d'azienda da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici e dei dati previsionali;
- analisi delle cause della crisi e possibili contaminazione di tali fattori sugli sviluppi futuro del business;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate.

² Acronimo si Chief Financial Officer

La valutazione si intende riferita alla data di ammissione alla procedura di concordato.

1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI E LE LIMITAZIONI DEL LAVORO SVOLTO

E' opportuno premettere che la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

Per un elenco completo della documentazione esaminata si rimanda al § 3.5 dell'Attestazione.

Il sottoscritto precisa che il presente elaborato è soggetto alle seguenti limitazioni:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società e dai suoi *advisor*;
- ad eccezione di quanto è stato oggetto di attestazione di veridicità nell'ambito della relazione di attestazione ex art. 161 comma 3 l.f., i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sui risultati futuri dell'azienda;
- poiché le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate o considerate singolarmente.

In aggiunta alla documentazione nella Relazione di attestazione, ai fini del rilascio del presente elaborato lo scrivente ha visionato:

- le memorie integrative prodotte dalla società in data 19.10., 05.11., 09.11 e 11.11 2020
- le integrazioni dell'OFFERTA di ██████████ del 25.09.2020 come modificata a seguito delle successive integrazioni del 19.1.2020, 05.11.2020 e 09.11.2020;
- le lettere rilasciate d Intesa San Paolo in data 05.11.2020 e 10.11.2020;
- il decreto di ammissione della Società alla procedura di concordato emesso dal Tribunale di Milano in data 12.11.2020.

2. SINTETICA PRESENTAZIONE DI TECNOMAGNETE E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E DEL CORE BUSINESS

TECNOMAGNETE è stata costituita in data 25 giugno 1974. Attualmente la Società ha sede legale in Milano, Piazzale Cadorna n. 10. La sede operativa è invece situata, dal 1992, nel comune di Lainate (MI), via Nerviano n. 31.

Ai fini del presente elaborato si ritiene utile riportare i passaggi essenziali dell'evoluzione del business e le caratteristiche degli attuali prodotti.

Sin dalle sue origini, la Società ha avuto ad oggetto la progettazione, la produzione e la distribuzione di attrezzature ed impianti magnetici a flusso controllato (ossia sistemi che consentono, sfruttando l'attrazione magnetica, di bloccare l'acciaio o altri materiali metallici al fine di poterli manipolare e trasformare), nonché di prodotti ed accessori complementari ai suddetti impianti ed attrezzature.

In particolare, TECNOMAGNETE è stata la prima società ad immettere sul mercato, grazie allo sfruttamento di un brevetto depositato, un sistema di ancoraggio magnetico dotato di un polo "invertibile", contribuendo così fortemente all'evoluzione ed al progresso tecnologico del settore di riferimento.

Detti sistemi, a differenza dei precedenti, necessitano dell'alimentazione elettrica solo per modificare lo stato di magnetizzazione del sistema (cioè il passaggio dallo stato neutro allo stato magnetizzato e viceversa) ed hanno quindi consentito di ovviare al principale svantaggio dei sistemi sino ad allora in commercio legati al continuo assorbimento di corrente degli elettromagneti.

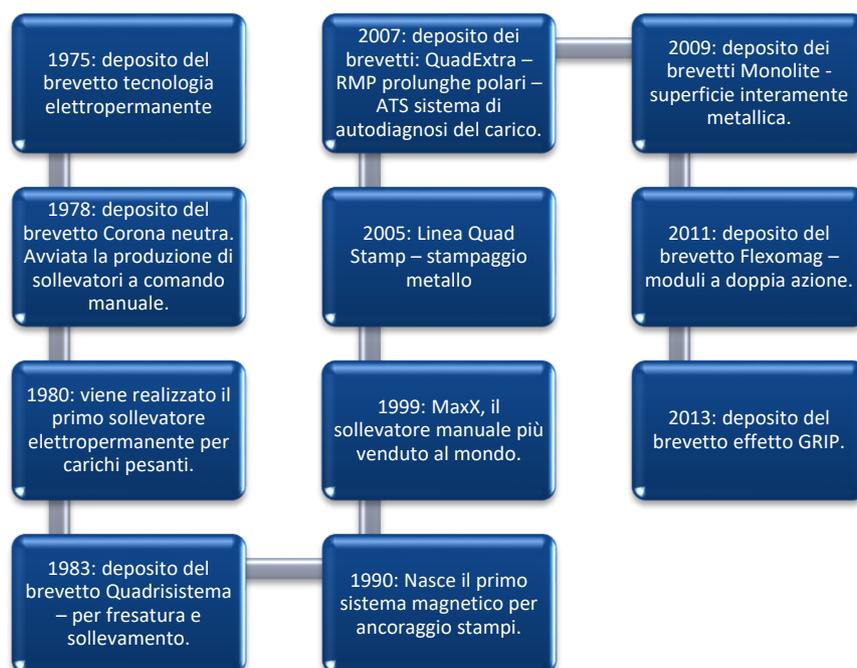
Fino al 1993, TECNOMAGNETE è rimasta l'unico produttore di sistemi di ancoraggio magnetici elettropermanenti (SME). Successivamente, altre aziende hanno adottato le tecnologie sviluppate dalla Società, che ha comunque mantenuto per lungo tempo una posizione di spicco nel mercato degli SME.

Nello scorso decennio, la Società ha messo in atto strategie di crescita ed effettuato investimenti che le hanno consentito di espandersi in numerosi mercati stranieri, grazie in particolare alla costituzione di una rete di società controllate e partner esteri.

Negli ultimi anni, grazie ad ulteriori investimenti e al continuo sviluppo tecnologico la Società ha allargato il suo mercato di riferimento producendo sistemi elettromagnetici per il settore automotive.

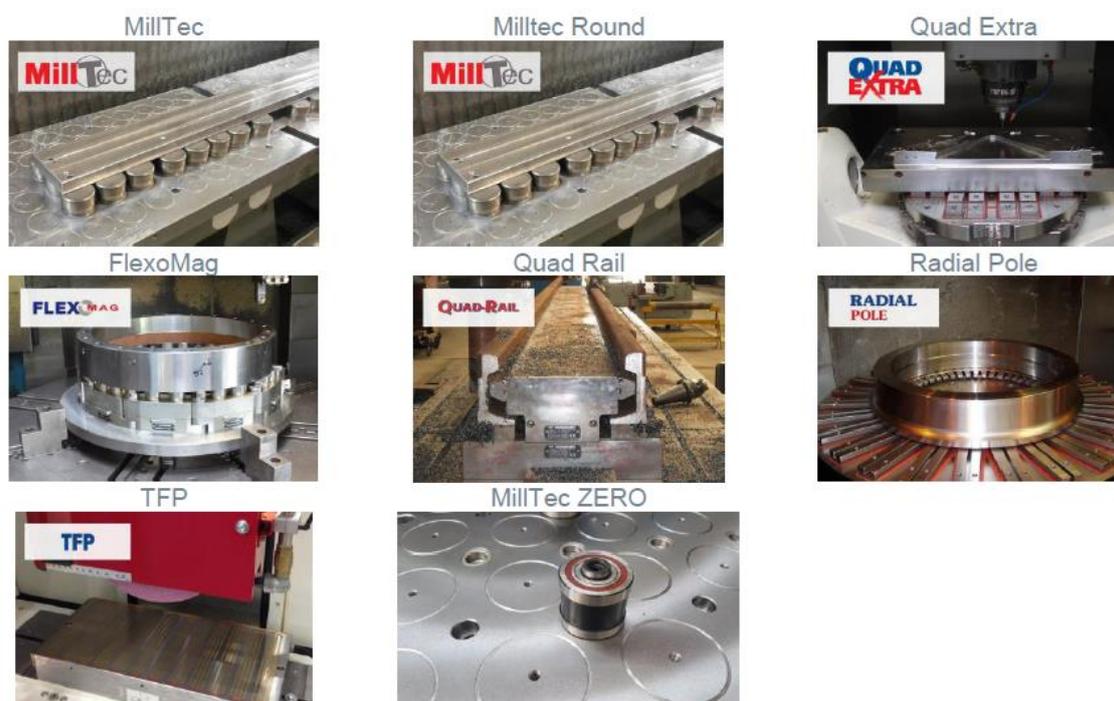
Di seguito si riporta una breve *storyboard* che evidenzia le principali fasi dell'evoluzione societaria ed i traguardi tecnologici raggiunti.

Tabella 1 – *Storyboard TECNOMAGNETE*



Di seguito si riporta invece una descrizione delle diverse linee di prodotto attualmente in produzione:

Tabella 2 – Ancoraggio macchine utensili



Si tratta di prodotti dedicati all'ancoraggio di pezzi nelle lavorazioni meccaniche. Il pezzo rimane ancorato grazie alla forza generata dai magneti permanenti ad alta energia, insensibili ad eventuali interruzioni di corrente.

La linea MillTec è prevalentemente utilizzata per la fresatura e la lavorazione di stampi. Il sistema Radial Pole, invece è utilizzato nella fase di rettifica e tornitura. Infine FlexoMag è il modulo magnetico di innovativa concezione che si caratterizza per la possibilità di creare "catene" magnetiche che si adattano con la massima flessibilità a qualsiasi morfologia.

Tabella 3 – Iniezione Plastica



Si tratta della tecnologia introdotta da TECNOMAGNETE nel 1996 per il bloccaggio rapido degli stampi che ha portato ad avere una serie di vantaggi rispetto ai sistemi meccanici ed idraulici:

- Uniformità di ancoraggio: lo stampo viene bloccato su tutta la superficie e non soltanto sul perimetro;
- Tempo di attivazione: attivabile in pochi secondi, con tempi certi e replicabili;
- Sicurezza: l'operatore staziona sempre fuori macchina;
- Ripetibilità: la forza di bloccaggio è costante predeterminata;
- Economia: non richiede modifiche agli stampi e dalle macchine;
- Risparmio: è esente da manutenzione;
- Ecologia: non produce scarti.

Tabella 4 – Stampaggio lamiera



StampTec è il sistema magnetico di bloccaggio rapido stampi che rispetto ad un tradizionale fissaggio meccanico, velocizza nettamente la procedura: è sufficiente posizionare lo stampo in macchina, chiuderla, magnetizzare il modulo superiore e quello inferiore, aprire la macchina. In pochi secondi lo stampo è pronto per la produzione, bloccato saldamente e perfettamente allineato, senza alcun ulteriore intervento dell'operatore.

StampTec viene utilizzato nello stampaggio a freddo, su presse a deformazione, su macchine ari stampo e prova stampo. Non richiede alcuna modifica agli stampi ed alle macchine; viene personalizzato per replicare il bancale macchina e predisposto per l'inserimento di spine, riferimenti, battute, sistemi di caricamento e scorrimento stampo.

Tabella 5 – Sollevamento leggero



Si tratta della linea di prodotti della Società studiata per il sollevamento. I sollevatori manuali MaxX sono adatti ad una molteplicità di situazioni operative, sono di facile utilizzo e agganciano il carico con rapidità e sicurezza. BatGrip è invece utile negli ambienti in cui non è agevole o possibile accedere all'alimentazione elettrica. E' infatti dotato di modulo elettropermanente alimentato a batteria che permette di operare a distanza dal carico attraverso un radiocomando, movimentando carichi piatti e tondi fino a 2000kg. EasyLift è infine una traversa elettropermanente leggera, adatta all'uso quotidiano con carichi fino a 600kg.

Tabella 6 – Grande sollevamento



I sollevatori elettropermanenti facenti parte della serie denominata Tecnolift agganciano, trasportano e sganciano il carico con estrema facilità, operando sempre al di sopra del carico, senza comprimerlo né deformato.

La gamma è composta da vari modelli di sollevatori magnetici, adatti ad ogni esigenza di movimentazione di carichi ferrosi in diverse realtà produttive.

I vantaggi rispetto ad un tradizionale elettromagnete sono molteplici. In particolare un sollevatore elettropermante:

- è un sistema freddo, quindi la forza non subisce cali dovuti al progressivo surriscaldamento dei moduli magnetici;

- utilizza energia esclusivamente per pochi secondi nelle fasi di attivazione, consentendo un risparmio energetico del 95%;
- è affidabile e non richiede manutenzione specifica;
- non lascia residuo magnetico nel carico movimentato.

Inoltre un solo operatore, rimanendo a distanza di sicurezza dal carico, attivando il radiocomando è in grado di effettuare le operazioni di presa, movimentazione e rilascio. In questo modo non è necessario altro personale per le operazioni di fissaggio e imbragatura del carico.

2.2 STRUTTURA DEL GRUPPO

Negli anni a partire dal 1993 la Società ha progressivamente attuato un processo di espansione dell'attività a livello internazionale, con la costituzione di società estere. Le società del Gruppo di cui la TECNOMAGNETE è a capo, vengono di seguito riepilogate:

- **Tecnomagnete Gmbh**, partecipata al 100%, capitale sociale Euro 102.258, società di diritto tedesco che si occupa della distribuzione dei prodotti della Società nei Paesi di lingua tedesca oltre che di prestazioni di servizi post-vendita;
- **Tecnomagnete Inc**, partecipata al 100%, capitale sociale Dollari 720.000, società di diritto statunitense che si occupa della commercializzazione ed installazione dei prodotti, oltre che di assistenza tecnica per il Nord America ed il Messico;
- **Tecnomagnete Sarl**, partecipata al 100%, capitale sociale Euro 512.000, società di diritto francese che si occupa di commercializzazione e distribuzione dei prodotti del Gruppo nei Paesi europei di lingua francese.

Le tre controllate operano quali filiali commerciali estere della capogruppo TECNOMAGNETE e non svolgono alcuna attività produttiva. Le stesse hanno una struttura limitata e si occupano della raccolta degli ordini nei rispettivi mercati di riferimento.

Le controllate estere hanno da sempre contribuito alla realizzazione di una rilevante quota delle vendite operate da TECNOMAGNETE e sono quindi ritenute di estrema importanza nell'economia della Società che, di fatto, senza l'operatività di queste ultime, perderebbe una considerevole parte del volume d'affari e della raccolta degli ordinativi da parte della clientela.

I rapporti tra la TECNOMAGNETE e le filiali si sostanziano in:

- **Fornitura di merci:** la filiale, dopo aver raccolto l'ordine da parte del proprio cliente, trasmette un ordine corrispondente alla Società che, al termine dell'attività produttiva, cede i propri prodotti alla controllata estera, che li rivende consegnandoli al cliente finale;
- **Attività di sostegno di TECNOMAGNETE alle singole filiali:** sulla base di specifici contratti, approvati e condivisi tra l'amministrazione finanziaria italiana e quella estera, è previsto il riconoscimento da parte della Società di somme in favore delle singole filiali quale "remunerazione" dell'attività svolta dalle stesse in favore di TECNOMAGNETE.

Tali contratti prevedono, per le filiali tedesca e francese, il pagamento di un rimborso dei costi operativi di ciascuna società, mentre per la filiale americana il rapporto è regolato mediante la corresponsione di una commissione rapportata al fatturato.

Le singole filiali, oltre a veicolare gli ordini ricevuti dai propri clienti, hanno nel tempo provveduto a costituirsi un magazzino prodotti per far fronte, laddove necessario, ad approvvigionamenti o ad ordini trasmessi dalla propria clientela senza necessità di effettuare ogni volta un apposito rifornimento da TECNOMAGNETE. Inoltre le stesse hanno sottoscritto contratti di finanziamento con banche locali, per supportare le esigenze di circolante del loro *business* o, come nel caso della controllata statunitense, per acquistare l'immobile nel quale viene svolta l'attività.

La situazione di crisi economica e finanziaria che ha colpito la Società, ha determinato la conseguente crisi delle tre filiali estere sia in termini di volumi di vendita che di capacità delle stesse ad adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni soprattutto nei confronti degli istituti di credito finanziatori.

2.3 PERIMETRO DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Stante la finalità precipua del presente incarico che è quello di fornire una *opinion* di valore utile all'espletamento della procedura competitiva prevista dalla legge e dal decreto di ammissione alla procedura di concordato per la vendita del ramo d'azienda oggetto dell'OFFERTA di ██████████ del 25.09.2020 (come modificata a seguito delle successive integrazioni del 19.1.2020, 05.11.2020 e 09.11.2020) su cui si basa il piano concordatario (cfr. § 1.2.), lo scrivente ha assunto che il perimetro

dell'azienda oggetto della presente valutazione debba coincidere con quello oggetto dell'OFFERTA

Sono inclusi nel perimetro del RAMO D'AZIENDA oggetto di OFFERTA di acquisto i seguenti elementi:

- a) le autorizzazioni, le licenze, i permessi e le certificazioni necessarie e sufficienti alla regolare conduzione del RAMO D'AZIENDA;
- b) tutti i beni mobili e gli impianti di cui all'Allegato 1.1.b) all'OFFERTA e tutte le attrezzature, gli utensili e i portautensili presenti nelle officine e negli uffici della Società ivi inclusa la piena proprietà, libera da vincoli e gravami, del macchinario "centro di lavoro" Over 4500 matricola 8226 (fornito da S.A.M.U. Commerciale S.r.l e soggetto a clausola di riserva di proprietà);
- c) la piena ed esclusiva proprietà di tutti i segni distintivi afferenti al RAMO D'AZIENDA inclusi quelli descritti nell'Allegato 1.1.c) all'OFFERTA;
- d) la piena ed esclusiva proprietà di tutti i brevetti afferenti al RAMO D'AZIENDA, i disegni e modelli e i modelli di utilità inclusi quelli descritti nell'Allegato 1.1.d) all'OFFERTA;
- e) le partecipazioni di cui all'Allegato 1.1.e) all'OFFERTA relative alle società partecipate dalla Società;
- f) tutti i crediti e debiti verso le società partecipate e i contratti con le società partecipate di cui Allegato 1.1.f) all'OFFERTA ;
- g) i contratti di locazione di cui all'Allegato 1.1.g) all'OFFERTA e i contratti di noleggio di cui all'Allegato 1.1.g) bis all'OFFERTA;
- h) il contratto di leasing n. 849.686/1 dell' 01.12.2005, stipulato con Intesa Leasing S.p.A. di cui all'Allegato 1.1.h) all'OFFERTA ;
- i) i beni immobili descritti nell'Allegato 1.1.i) all'OFFERTA ;
- j) la documentazione aziendale, commerciale, inclusi i documenti afferenti alla ricerca e sviluppo, gli elenchi clienti e fornitori, il know-how, segreti industriali, metodi di commercializzazione, i processi tecnici e commerciali, i progetti, i disegni, le cartelle dei disegni, i modelli di calcolo ed altri elementi tecnici utili alla realizzazione dei macchinari e dei prodotti e alla prestazione dei servizi, esistenti sia su supporto cartaceo, sia in formato elettronico o digitale, i fascicoli delle commesse, nonché ogni altro elemento o documento o conoscenza, su qualunque supporto, utilizzati o utilizzabili per la conduzione del RAMO D'AZIENDA;

- k) l'infrastruttura tecnologica hardware e software, comprensiva dei server IT, inclusi i backup esistenti dei computer e dei software e ogni software di proprietà della Società.

Nel RAMO D'AZIENDA sono altresì inclusi n. 105³ contratti di lavoro dipendente relativi al personale indicato nell'allegato 1.2 all'OFFERTA.

L'OFFERTA prevede l'esclusione di tutti i debiti e crediti per i rapporti sorti in data antecedente all'effetto della cessione, non trovando applicazione l'art. 2560 cod. civ., ad eccezione dei seguenti:

- Crediti al valore nominale verso le società partecipate pari, al 31.07.2020, ad Euro 11.942.087,01;
- Debiti al valore nominale verso le società partecipate pari, al 31.07.2020, ad Euro 6.029.465,34;
- Debiti relativi al CONTRATTO DI LEASING a titolo di canoni di leasing non pagati, pari ad Euro 878.128,87 oltre interessi di mora per € 26.757,21 e così per complessivi € 904.886,97;
- Il prezzo di riscatto dell'immobile in leasing pari ad € 800.000,00
- Cauzioni versate in relazione ai contratti di locazione;

Restano altresì esclusi dal perimetro della presente valutazione le disponibilità liquide presenti alla data della valutazione.

Tra i beni inclusi nel perimetro aziendale vi è, come detto, centro di lavoro” Over 4500 matricola 8226 acquistati da S.A.M.U. Commerciale S.r.l, con riserva di proprietà a favore della venditrice che dovrà essere sciolta con pagamento del prezzo residuo di € 400.000,00 da parte della Società come previsto nel piano concordatario ed in relazione al quale lo scrivente ha reso l'attestazione richiesta dall'art. 182 quinquies l.f.

Il prezzo offerto per il ramo d'azienda è pari a complessivi 9,4 mln, costituiti da una componente cash di € 6,4 mln, dall'accollo di debiti verso la società di leasing per circa 1,67 mln e dall'accollo di debiti verso i dipendenti per circa 1,33 mln.

Restano altresì escluse dal perimetro del ramo oggetto di valutazione le rimanenze di magazzino, oggetto di separata OFFERTA di acquisto da parte dell'Offerente al valore di costo (al costo medio ponderato) e termini di pagamento (120 giorni dalla data di consegna).

³ Nel Piano e nell'accordo sindacale il numero complessivo di dipendenti è indicato in n. 106 unità di cui 103 impiegati e 3 dirigenti.

Alla data del 31.07.2020 il valore delle rimanenze risulta pari ad Euro 3.995.420,86. L'OFFERENTE ha riferito di aver effettuato, in data 17 e 18 settembre 2020, autonome verifiche quantitative e qualitative a campione sul magazzino, senza rilevare criticità. Le consistenze di magazzino stimate dalla Società al 31.12.2020 ed incluse nel Piano di continuità sono pari ad Euro 3.641.420.

3. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO E IDENTIFICAZIONE DELLE COMPONENTI DI VALORE

3.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO

I prodotti realizzati dalla Società descritti nel precedente § 2.1 sono destinati ad aziende che operano in molteplici settori industriali evidenziati nella Tabella che segue.

Tabella 7 – Settori industriali di riferimento per TECNOMAGNETE



Le società clienti operano pertanto in molteplici mercati, ognuno contraddistinto da particolari caratteristiche e specifici andamenti.

Una trattazione veramente esaustiva di tutti i suddetti mercati appare allo scrivente priva di una reale utilità nell'ambito della presente valutazione.

Tuttavia poiché più del 50% della produzione di TECNOMAGNETE è stata, negli ultimi due anni, destinata al settore dell'automotive, lo scrivente ha ritenuto opportuno procedere ad una breve analisi sull'andamento di tale settore industriale, che può quindi essere ritenuto quello più rappresentativo del mercato di riferimento in cui opera la Società.

3.2 IL POSIZIONAMENTO DI TENOMAGNETE

TECNOMAGNETE risulta inserita nelle *vendor list* di primari operatori dei settori di riferimento descritti nel precedente § 2.1, vantando tra i propri clienti multinazionali dell'automotive, della siderurgia, della meccanica industriale e del settore navale.

In particolare per la linea “PressTec” di cui alla precedente Tabella 3, operatori quali Magneti Marelli, Bosch, Electrolux, Siemens, etc...:

Tabella 8 – Reference list linea “PressTec”



Per la linea “TecnoLift” di cui alla precedente Tabella 6 operatori quali Caterpillar, Fincantieri, ArcelorMittal, Yale, etc.....:

Tabella 9 – Reference list linea “TecnoLift”



Per la linea “QuadStamp” di cui alla precedente Tabella 2 operatori quali Aida, Schuler, Philips, Bticino, Baxi, etc.....:

Tabella 10 – Reference list linea “QuadStamp”



Per la linea “QuadExtra” e “MillTec” di cui alla precedente Tabella 2 operatori quali Siemens, Ford, SBB, Philips, BMW, Mercedes, ecc.

Tabella 11 – Reference list linea “QuadExtra” e “MillTec”



Come riferito dal *management*, a fronte all’avanzare della concorrenza internazionale, TECNOMAGNETE ha sviluppato prodotti altamente personalizzati per rispondere alle esigenze del cliente in relazione a lavorazioni su applicazioni altamente severe.

I principali competitor sul territorio nazionale sono aziende quali SGM, Gauss, Schunk- SPD, Rivi - Röhhmled. Di seguito una tabella riportante i principali competitor a livello nazionale e internazionale con indicazione dei mercati di riferimento in cui gli stessi operano.

Tabella 12 – *Competitors nazionali ed internazionali*

Machine tools			QMC/QDC		
Company	Locations	Main Markets	Company	Locations	Main Markets
Schunk-SPD	Germany-Italy	Worldwide	Stäubli	France	Worldwide
SAV	Germany	Worldwide	EAS	Netherland	Worldwide
Assfalf-Sarda	Germany-India	Europe-India	Rivi-Röhhmled	Germany-Italy	Worldwide
Earth-Chain	Taiwan	Far east-USA	Pascal	Japan	Japan-USA
Brisc	China	Far east			
Electronic Lifting EPM			Manual Lifting		
Company	Locations	Main Markets	Company	Locations	Main Markets
SGM	Italy	Worldwide	Eclipse	England	Worldwide
Gauss	Italy	Worldwide	Wallmag	Czech Republic	East Europe
Sarda	India	Far East	Braillon	France	France-Germany
			Flaig	Germany	Europa
			Earth-Chain	Taiwan	Far east-USA
			Brisc	China	Far east-USA
			Kanetek	Japan	Japan

4. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione ed al fatto che si tratta di una azienda in crisi.

Esigenze di economia espositiva impongono al lettore di avere seppur sommaria conoscenza delle principali metodologie di valutazione quali quelle del metodo finanziario, del metodo reddituale; del metodo patrimoniale; del metodo dei multipli.

5. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica⁴ e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta

⁴ M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè Editore; L. Guatri – La valutazione delle aziende, Egea 1990 – L. Guatri M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008; D. Balducci – la valutazione delle aziende, FAG 2009; C. Chiaccherini, V. Perrone, F. Perrini – I – Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa. - Egea 2008; L. Guatri – La teoria di creazione del valore, Egea 1991 – R.A. Brealey, S.C. Myers – Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1995; T.E. Copeland, J.F. Weston – Financial Theory and Corporate Policy, ADDISON WESLEY; E. Solomon – The Theory of financial Management, COLUMBIA

risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda, per le finalità liquidatorie proprie della Procedura che verranno poste in essere attivando una vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente che vuole conoscere quale sia il prezzo base probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione ha invece una sua specifica rilevanza, relativa alla corretta individuazione del perimetro aziendale.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nei precedenti paragrafi 1.4 e **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.**

I PIV, molto opportunamente nel principio III.1.16 stabiliscono che: *“Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di*

UNIVERSITY PRESS; C. Chiaccherini, V. Perrone, Francesco Perrini – i valuation, Egena 2008 – A. Damodaran – Valutazione delle aziende, Maggioli Editore 2014 – G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014.

valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.”

Pur presentando la Società una dotazione di immobilizzazioni materiali e di attività intangibili rilevanti, si ritiene che il loro valore nella prospettiva del mercato possa essere stimato, non tanto in base al valore corrente specifico di tali *asset*, ma sul fondamento dei flussi di risultato attesi che la combinazione aziendale nel suo complesso potrebbe essere in grado di generare.

Nell'effettuare la presente valutazione si è utilizzato quale approccio di stima quello che considera i flussi di risultati attesi (*income approach*), declinato nel metodo più frequentemente utilizzato nella pratica valutativa che è quello finanziario del Discounted Cash Flow (DCF – metodo dei flussi di cassa attesi scontati), applicato secondo l'approccio *unlevered*. Secondo tale metodologia il valore delle attività operative (Enterprise Value - EV) deriva dalla sommatoria dei flussi finanziari operativi netti, scontati al costo medio ponderato del capitale (WACC). Adottando la variante *unlevered*, i flussi di cassa utilizzati per il calcolo del valore sono quelli operativi, che non includono, pertanto, i flussi derivanti dalle componenti finanziarie (accensioni di finanziamenti o loro rimborsi, corresponsione di interessi ecc.). Tale valore può essere scomposto in due componenti: l'uno che fa riferimento ai flussi di cassa attesi nell'arco di un periodo di previsione analitica, l'altro al valore residuo al termine del periodo di piano (Terminal Value).

Il metodo finanziario si presenta come il metodo logicamente più adatto per esprimere il valore dell'azienda nell'ottica di un potenziale investitore terzo (ovvero nell'ottica di una vendita competitiva).

Non a caso, i metodi finanziari sono ampiamente utilizzati anche per la stima del valore dei compendi immobiliari.

L'applicazione del metodo finanziario, utilizzato per la stima del valore del complesso aziendale si è articolata nei seguenti passi, che si procederà nel prosieguo ad illustrare:

- Analisi dei risultati economici conseguiti negli ultimi esercizi;
- Stima del valore dei flussi finanziari operativi attesi per il periodo di previsione analitica;
- Identificazione del tasso di rendimento normale atteso o costo del capitale;
- Stima del valore residuo (Terminal Value - TV)
- Calcolo dell'Enterprise Value (EV).

6. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO

6.1.1 Analisi dei risultati economici di TECNOMAGNETE

Rimandando per una trattazione più dettagliata della storia di TECNOMAGNETE e delle cause della crisi alla relazione di attestazione, ai fini della presente valutazione, si riportano i principali dati storici registrati per il periodo 2014-2019, con particolare attenzione al dato che concerne il risultato della gestione caratteristica (EBITDA) e la capacità di generare flussi di cassa operativi.

Tabella 13 – Bilanci di esercizio periodo 2014-2018 riclassificati (dati desunti dalle relazioni sulla gestione)

	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%
Ricavi delle vendite	35.989		36.686		37.325		38.104		37.483		29.247	
Altri ricavi ed incrementi di immobilizzazioni	1.093	3,04%	1.045	2,85%	952	2,55%	1.113	2,92%	1.000	2,67%	605	2,07%
Costi della produzione esterni	22.775	63,28%	22.781	62,10%	23.465	62,87%	23.624	62,00%	22.932	61,18%	33.790	115,53%
Valore aggiunto	14.308	39,76%	14.950	40,75%	14.812	39,68%	15.593	40,92%	15.551	41,49%	(3.938)	-13,46%
Costo del lavoro	9.631	26,76%	10.398	28,34%	10.130	27,14%	10.355	27,18%	9.679	25,82%	9.356	31,99%
Margine operativo lordo (EBITDA)	4.677	13,00%	4.552	12,41%	4.682	12,54%	5.237	13,75%	5.872	15,67%	(13.294)	-45,45%
ammortamenti, svalutazioni e altri	2.576	7,16%	2.351	6,41%	1.924	5,15%	1.939	5,09%	2.347	6,26%	9.091	31,08%
Costi per leasing	706	1,96%	673	1,83%	504	1,35%	507	1,33%	507	1,35%	524	1,79%
Margine operativo netto (EBIT)	1.395	3,88%	1.528	4,17%	2.254	6,04%	2.791	7,33%	3.018	8,05%	(22.909)	-78,33%
proventi oneri finanziari	(384)	-1,07%	(328)	-0,89%	(678)	-1,82%	(1.024)	-2,69%	(701)	-1,87%	(856)	-2,93%
Margine di gestione	1.011	2,81%	1.200	3,27%	1.576	4,22%	1.767	4,64%	2.317	6,18%	(23.764)	-81,25%
Rettifiche di valore attività finanziarie	(732)	-2,03%	(576)	-1,57%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	(755)	-2,58%
Pre tax profit (EBT)	279	0,77%	624	1,70%	1.576	4,22%	1.767	4,64%	2.317	6,18%	(24.520)	-83,84%
Imposte sul reddito	(587)	-1,63%	(510)	-1,39%	(840)	-2,25%	(669)	-1,76%	(742)	-1,98%	(742)	-2,54%
Risultato netto	(308)	-0,85%	114	0,31%	736	1,97%	1.098	2,88%	1.576	4,20%	(25.261)	-86,37%

Dal 2014 al 2019 il fatturato di TECNOMAGNETE si è mostrato in crescita subendo una flessione nell'anno 2018 ed un brusco calo nel 2019, causato dal crollo degli ordinativi del settore automotive, che rappresenta più del 50% del settore di riferimento della Società.

L'EBITDA, nel periodo esaminato, si è attestato in una percentuale tra il 13% (2014) e il 15,6% (2018) del totale del fatturato, passando da Euro 4,6 mln nel 2014 a Euro 5,8 mln nel 2018 (escludendo il 2019, anno dell'esplosione della crisi finanziaria) come meglio sintetizzato nella tabella che segue:

Tabella 14 – EBITDA, EBIT, EBT periodo 2014-2019

Tecnomagnete s.p.a. Consolidato	2014 (€)/000	2015 (€)/000	2016 (€)/000	2017 (€)/000	2018 (€)/000	2019 (€)/000
EBITDA	4.676.973	4.551.898	4.681.861	5.237.436	5.871.918	(13.294.111)
EBIT	1.394.816	1.528.212	2.254.394	2.791.262	3.018.289	(22.908.607)
EBT	278.902	114.305	735.504	1.098.176	1.575.763	(25.261.274)

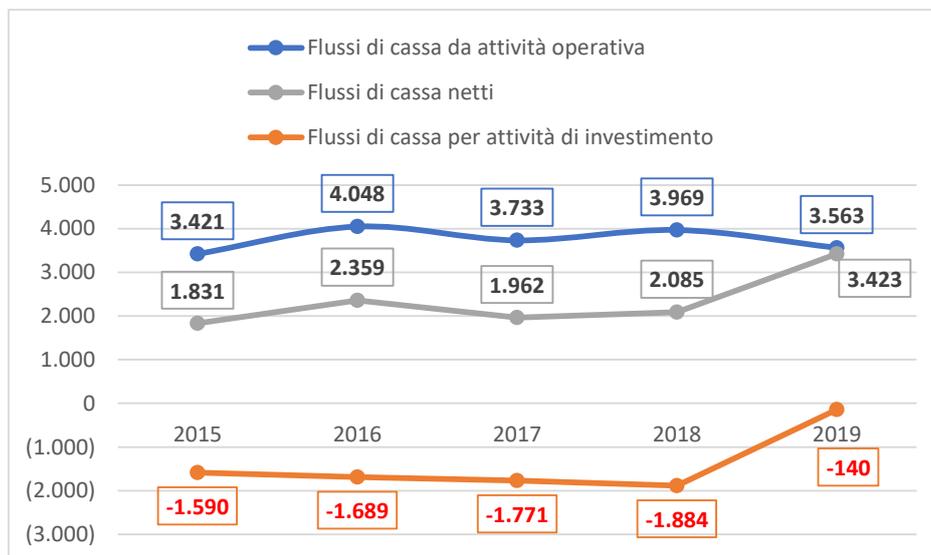
Di seguito vengono riportati i risultati conseguiti nel periodo tra il 2015 ed il 2019 da TECNOMAGNETE in termini di creazione di flussi di cassa. I dati relativi ai flussi dal 2015 al 2018 sono stati desunti dai prospetti relativi ai rendiconti finanziari riportati

nei bilanci di esercizio approvati dalla Società. Si evidenzia che il dato utilizzato per l'analisi afferisce al *cash flow* generato dalla attività operativa al quale è stato poi sottratto il valore dei flussi di cassa utilizzati per le attività di investimento. Non è stato invece conteggiato il valore relativo alle uscite di cassa destinate al rimborso dei finanziamenti verso gli istituti di credito che non rappresenta un dato rilevante nell'ambito della presente relazione:

Tabella 15 – Evoluzione flussi di cassa 2015-2019

Tecnomagnete s.p.a.	2015	2016	2017	2018	2019
	(€)/000	(€)/000	(€)/000	(€)/000	(€)/000
Flussi di cassa da attività operativa	3.421	4.048	3.733	3.969	3.563
Flussi di cassa per attività di investimento	(1.590)	(1.689)	(1.771)	(1.884)	(140)
Flussi di cassa netti	1.831	2.359	1.962	2.085	3.423

Tabella 16 – Evoluzione grafica flussi di cassa 2015-2019 (€/000)



Dall'analisi dei dati storici emerge un'attitudine consolidata della Società nel creare flussi di cassa positivi. Con riferimento alla pura attività operativa, infatti, i flussi di cassa generati da TECNOMAGNETE si sono attestati tra Euro 3,42 mln ed Euro 4,05 mln. Anche se si considerano le uscite di cassa relative alle attività di investimento sostenute dalla Società nel periodo 2015-2018, i flussi si presentano comunque positivi con valori compresi tra Euro 1,8 mln e 2,3 mln.

Un importante fattore è rappresentato dai ricavi procurati a TECNOMAGNETE dalle proprie controllate estere, incluse nel perimetro aziendale, che ha mediamente rappresentato circa il 55% del totale del fatturato.

6.2 LE PROSPETTIVE ECONOMICHE E FINANZIARIE DELL'AZIENDA E LA DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA ATTESI

La Società ha fornito un Business Plan per il periodo 2021/2025 con previsione analitica dei risultati economici e dei flussi di cassa attesi relativi alla configurazione del ramo d'azienda delineato nell'OFFERTA di ██████████, che sarà oggetto della procedura competitiva.

Il conto economico previsionale è stato costruito sulla base dei dati storici apportando quei correttivi necessari per rendere le ipotesi coeve alla configurazione del ramo d'azienda da porre in vendita.

Di seguito si riassumono le principali assunzioni alla base del BUSINESS PLAN 2021-2025.

Ricavi: sono determinati sulla base delle singole linee di prodotto:

- WH o Work Holding
- QMC (piani per macchine ad iniezione plastica)
- ML o Manual Lift (sollevatori manuali)
- TL o Tecno Lift (grossi sollevatori)

a cui poi aggiungere la componente residuale di "servizi, trading, accessori".

I fatturati attesi sono stati stimati utilizzando come base di riferimento i dati del 2019 e suddivisi per 5 aree di vendita (Europa, Usa, Cina, Resto Asia, Resto del Mondo) applicando per il 2021 delle forti riduzioni percentuali sulle quantità vendute, in linea con quanto realizzato nel 2020 mentre i prezzi medi (per aree di vendita) sono rimasti invariati. Per gli anni successivi si sono immaginate delle percentuali di crescita delle quantità vendute (sempre a parità di prezzi medi) modulando le crescite per mercato e per prodotto con previsione di raggiungere alla fine del periodo di previsione i volumi di vendita registrati nel 2019.

Per quanto riguarda il service è stato considerato prudenzialmente pari al 12% delle 4 linee di prodotto (a fronte di un dato storico tra il 15% e il 17%).

Di seguito si riporta la dinamica dei ricavi previsti a piano per linee di prodotto:

Tabella 17 – Volume dei ricavi prospettici in relazione al mix di prodotti ipotizzato per il periodo 2021- 2025

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Total	18.003	20.945	24.631	27.037	29.662
WH	2.436	2.924	3.503	3.854	4.239
QMC	7.731	9.101	10.741	11.752	12.863
ML	1.757	1.931	2.122	2.334	2.564
TL	4.151	4.745	5.637	6.201	6.817
Service/Trading/Access.	1.929	2.244	2.629	2.897	3.178

Il costo delle materie prime è stato stimato sulla base dei sulla base dei costi e consumi medi registrati nel 2019 per le singole linee di prodotto.

I costi del lavoro diretti sono stati stimati sulla base delle retribuzioni dei dipendenti trasferiti In relazione al costo del personale diretto lo stesso è stato suddiviso tra:

- personale di produzione
- assemblaggio
- servizi e più precisamente: *testing*, qualità, cablaggi elettrici, magazzino industriale

Tabella 18 – Dettaglio numero di personale addetto per mansione previsto nel BUSINESS PLAN

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Machine Tool Dept	26	26	26	26	26
Assembling Dept.	23	24	27	30	32
Testing	4	5	5	5	6
Quality	3	3	3	4	4
Electric Depart.	4	4	4	5	5
Industrial Warehouse	3	3	3	4	4
	63	65	68	74	77

È stato e utilizzato un costo annuo per operaio di euro 40 mila (euro 50 mila per i capituono)

Alla base della stima delle persone necessarie è stata fatta un’analisi per mansione basata sul numero di ore necessarie alla produzione delle quantità attese. Per la produzione: il personale previsto rimane invariato per tutto l’arco di piano (e fissato un tetto a 26 unità) che il numero di macchine è limitato e il piano non prevede l’acquisto di nuovi centri di lavoro e la crescita dei volumi si prevede sia assorbite dalla crescita delle lavorazioni esterne.

Il costo del personale amministrativo è stimato sulla base del costo del personale incluso nel perimetro aziendale, prevedendo un'incidenza decrescente al crescere del fatturato, in ragione del recupero di efficienza e di marginalità rispetto ai costi fissi.

I costi per le lavorazioni esterne sono stati calcolati moltiplicando il numero delle ore necessarie alla produzione delle quantità previste per le singole linee di prodotto – non coperte dal personale dipendente - ed il costo orario previsto delle lavorazioni, sulla base di un costo medio di produzione di 55 euro ora per il WH, 65 euro ora per il QMC e 60 euro ora per il TL.

Di seguito si riporta una tabella di riepilogo della dinamica dei costi con evidenziazione delle percentuali di incidenza sul fatturato.

Tabella 19 – Dettaglio costi previsti nel BUSINESS PLAN

	Year 1		Year 2		Year 3		Year 4		Year 5	
SALES	18.003 €		20.945 €		24.631 €		27.037 €		29.662 €	
Material Costs	5.620 €	31,22%	6.507 €	31,07%	7.624 €	30,95%	8.370 €	30,96%	9.172 €	30,92%
Work Cost	2.580 €	14,33%	2.694 €	12,86%	2.864 €	11,63%	3.165 €	11,70%	3.351 €	11,30%
Outsourcing	208 €	1,15%	449 €	2,14%	804 €	3,26%	1.023 €	3,78%	1.263 €	4,26%
GROSS MARGIN	9.596 €		11.295 €		13.340 €		14.480 €		15.876 €	
Gen/Adm Costs	1.631 €	9,06%	1.818 €	8,68%	1.864 €	7,57%	1.910 €	7,06%	1.955 €	6,59%
Indirect Costs	3.137 €	17,42%	3.390 €	16,19%	3.605 €	14,64%	3.786 €	14,00%	4.027 €	13,58%
Commercial Costs	3.986 €	22,14%	4.030 €	19,24%	4.154 €	16,87%	4.262 €	15,76%	4.374 €	14,75%
EBITDA	841 €		2.057 €		3.716 €		4.522 €		5.521 €	
		4,67%		9,82%		15,09%		16,72%		18,61%

Ammortamenti: il Piano presuppone che con la vendita dell'azienda venga ceduta la totalità dei beni materiali e immateriali risultanti dalla contabilità sociale, il cui specifico valore di cessione deve pertanto essere ricompreso nel valore dell'azienda ceduta. In tal senso conti economici previsionali prevedono una continuità nella politica di ammortamento adottata dalla Società negli anni precedenti, di fatto prevedendo l'accantonamento annuale delle quote di ammortamento previste per le singole categorie di cespiti fino all'esaurimento della loro vita utile.

Imposte correnti: i conti economici previsionali prevedono l'accantonamento delle imposte IRES e IRAP secondo le aliquote attualmente vigenti, sulla base dei risultati realizzati nei vari esercizi di Piano. Nello specifico il calcolo delle imposte è stato determinato in maniera puntuale prevedendo le riprese fiscali in aumento del reddito imponibile riconducibili alle voci di costo che, sulla base della normativa, devono essere considerate parzialmente o totalmente indeducibili.

Il conto economico è stato sviluppato assumendo che non vi siano costi di affitto (o leasing) dello stabilimento principale in cui avviene la produzione, assumendo quindi

che l'immobile venga acquistato contestualmente al ramo aziendale, come da ipotesi principale contenuta nell'OFFERTA di [REDACTED].

La redditività del ramo d'azienda così configurato e la capacità di generare flussi di cassa positivi previsti, di seguito meglio dettagliati, assume quindi che l'attività venga svolta nell'immobile detenuto a titolo di proprietà e dunque il valore dell'immobile sarà ricompreso nel valore aziendale (*Enterprise value*) risultante dal presente elaborato peritale.

Di seguito si riporta il prospetto di riepilogo dei conti economici previsionali desunti dal BUSINESS PLAN 2021/2025

Tabella 20 – Conti economici previsionali da BUSINESS PLAN (valori espressi in €)⁵

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ricavi	15.274	18.003	20.945	24.631	27.037	29.662
Materie prime	(3.878)	(5.620)	(6.507)	(7.624)	(8.370)	(9.172)
Lavoro diretto di produzione	(3.210)	(2.580)	(2.694)	(2.864)	(3.165)	(3.351)
Lavorazioni esterne	(76)	(208)	(449)	(804)	(1.023)	(1.263)
Costi indiretti di produzione	(2.484)	(3.137)	(3.390)	(3.605)	(3.786)	(4.027)
Costi commerciali	(3.249)	(3.986)	(4.030)	(4.154)	(4.262)	(4.374)
Costi generali e amministrativi	(1.791)	(1.631)	(1.818)	(1.864)	(1.910)	(1.955)
Costi/ricavi non ricorrenti - contingencies	0	(360)	(419)	(493)	(541)	(593)
EBITDA	586	481	1.638	3.223	3.981	4.927
Amm. Imm. Immateriali	(54)	(92)	(79)	172	0	0
Amm. Imm. Materiali	(282)	(320)	(352)	(376)	(352)	(381)
Costi leasing	(326)	0	0	0	0	0
Acc.to fondo svalutazione crediti	0	0	0	0	0	0
EBIT	(76)	68	1.206	3.019	3.629	4.546
Oneri finanziari netti	(27)	0	0	0	0	0
interessi passivi banche	(131)	0	0	0	0	0
utili/perdite cambi	0	0	0	0	0	0
Costi/proventi straordinari	453	0	0	0	0	0
Risultato ante imposte	350	68	1.206	3.019	3.629	4.546
Imposte	(126)	(64)	(382)	(887)	(1.058)	(1.136)
Risultato netto	224	4	825	2.132	2.572	3.410

L'assunzione di fondo alla base delle previsioni economiche è quella di una graduale normalizzazione dei rapporti commerciali ed un incremento nel quinquennio dei ricavi e della marginalità fino a raggiungere nel 2025 un stato stazionario (*steady state*) con un EBITDA in linea con quello registrato da Tecnomagnete negli ultimi cinque esercizi precedenti a quello della crisi del 2019.

⁵ Nella prima colonna viene riportato, a mero titolo di raffronto, il conto economico preconsuntivo per il 2020. Che si presenta in linea con le previsioni del piano di continuità.

Ai fini del calcolo del capitale circolante, utile per la determinazione dei flussi di cassa, nel BUSINESS PLAN è sviluppato uno stato patrimoniale del ramo d'azienda posto in vendita, sulla base dei valori contabili dei cespiti ricompresi nel perimetro dell'OFFERTA.

Tabella 21 – Stato patrimoniale previsionale (valori espressi in €)

in €/000	2020 E*	Ramo d'azienda	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Immobilizzazioni immateriali	222	222	130	50	222	222	222
Immobilizzazioni materiali	1.118	1.118	1.298	1.446	1.370	1.319	1.237
Real estate (leasing)	-	-	-	-	-	-	-
Filiali e imm. Finanziarie	38	38	38	38	38	38	38
Fixed assets	1.379	1.379	1.466	1.534	1.631	1.579	1.498
Rimanenze	3.813	-	1.726	2.295	3.037	3.704	4.470
Crediti commerciali	3.287	-	4.193	4.878	5.736	6.296	6.908
Crediti netti IC	1.071	1.071	1.263	1.469	1.727	1.896	2.080
Debiti verso fornitori	(9.565)	-	(1.462)	(2.197)	(2.504)	(2.714)	(2.941)
Altri crediti e debiti	(4.964)	(455)	(772)	(1.199)	(1.432)	(1.168)	(1.097)
CCN	(6.357)	616	4.947	5.246	6.565	8.014	9.420
TFR e Fondi	(2.412)	-900	(918)	(936)	(955)	-974	(993)
Capitale investito netto	(7.391)	1.095	5.495	5.844	7.241	8.619	9.925
Patrimonio netto	(24.430)	1.095	1.100	1.925	4.057	6.628	10.038

Il capitale circolante netto (CCN): è stato calcolato sulla base dello stato patrimoniale di partenza che include tra i crediti e debiti unicamente: i crediti intercompany previsti alla data del passaggio al netto dei debiti e dei fondi svalutazione; i debiti verso i dipendenti oggetto di accollo diversi dal TFR.

Per quanto concerne i crediti intercompany il capitale circolante netto previsto nel BUSINESS PLAN include i rapporti di debito credito infragruppo in ragione della situazione di deficit patrimoniale patita dalle stesse, si ritiene di poter condividere le previsioni di incasso dei crediti svolte nel Business plan e le previsioni svolte per gli esercizi successivi.

Per lo sviluppo della dinamica del CCN nell'orizzonte di piano è stato ipotizzato un tempo medio di incasso dei crediti previsti in 85 giorni (valore storico del Gruppo), un tempo medio di pagamento fornitori di 45 giorni il primo anno (che sconta la riluttanza dei creditori a concedere dilazioni di pagamento tipica della prima fase del *turnaround*) per poi salire a 60 giorni nei successivi esercizi in cui si prevede la normalizzazione dei rapporti con i fornitori; rotazione di magazzino di 35 giorni il primo anno e 50 giorni nei successivi per “scontare” il primo anno il fatto che parte delle materie prime vengono acquistate dal magazzino del concordato di cui è prevista una maggiore rotazione.

TFR e fondi: il fondo TFR è calcolato pari all'importo oggetto di accollo (€ 900 mila) con stima di incremento annuale pari al 2%.

Investimenti (Capex): i Capex previsti (500 mila i primi due anni e 300 mila gli altri due) sono relativi ad investimenti di efficientamento (per i primi due anni) degli impianti e macchinari esistenti per poi assestarsi su un valore di mantenimento.

Il BUSINESS PLAN è stato esaminato dallo scrivente, nell'ottica precipua del presente elaborato, in una logica c.d. "as it may be"⁶, quindi nell'ottica di rilancio dell'attività da parte di un terzo acquirente del ramo aziendale nella sua configurazione coincidente con il perimetro di cui all'OFFERTA di ██████████.

Sulla base delle analisi effettuate, pare allo scrivente di poter affermare che le assunzioni economiche utilizzate da TECNOMAGNETE per la costruzione dei conti economici previsionali e dei flussi di cassa previsti nell'arco di Piano, appaiono congrue, sufficientemente prudenziali ed i valori utilizzati correttamente calcolati.

In particolare, facendo riferimento al documento: "linee guida per la valutazione di aziende in crisi"⁶(CNDCEC, SIDREA), il contesto valutativo prescelto è quello dell'azienda in disequilibrio economico con una crisi considerata reversibile. In tale contesto il suddetto documento afferma: "Il processo di valutazione riferito ad un contesto aziendale che versa in uno stato di disequilibrio economico ed in crisi reversibile si differenzia dagli altri due contesti valutativi perché, pur potendosi ragionevolmente presupporre la continuazione dell'attività aziendale, l'elemento fondamentale che caratterizza la valutazione può essere rinvenuto in una significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che ci si attende che l'azienda otterrà dopo il superamento del disequilibrio economico"

Al tale fine, il contesto valutativo e le componenti principali del valore che poi denotano il processo logico seguito sono le seguenti:

- 1) **Assunzioni di ristrutturazione**, ovvero le principali assunzioni di nuovo dimensionamento del *business* da un lato gli investimenti che dovranno essere effettuati sugli impianti produttivi e sugli immobili per la completa messa a norma degli stessi;
- 2) **Assunzioni di perimetro**, ovvero la configurazione del perimetro aziendale previsto in vendita, definito nel precedente § 2.3;
- 3) **Assunzione di business**, in coerenza con l'affermazione che la crisi di TECNOMAGNETE sia del tipo reversibile e che in altre mani l'azienda possa

⁶ In riferimento a quanto previsto nelle linee guida per la valutazione delle aziende in crisi di recente emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

tornare alla sua normale profittabilità, si è ipotizzato che attesa la costanza della domanda nel mercato dei prodotti BTOB in cui opera la Società, consenta la ripresa del fatturato ed il recupero di marginalità.

Partendo dal BUSINESS PLAN 2021/2025 ed apportando i suddetti correttivi nell'ottica precipua della presenta valutazione si è quindi giunti ad individuare i flussi di cassa operativi del periodo esplicito di previsione impiegati per la determinazione del valore dell'azienda.

Tabella 22 – Capitale circolante netto (valori espressi in €)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rimanenze	0	1.726	2.295	3.037	3.704	4.470
Crediti commerciali	0	4.193	4.878	5.736	6.296	6.908
Crediti netti IC	1.071	1.263	1.469	1.727	1.896	2.080
Debiti verso fornitori		(1.462)	(2.197)	(2.504)	(2.714)	(2.941)
Altri crediti e debiti	0	(772)	(1.199)	(1.432)	(1.168)	(1.097)
CCN	1.071	4.947	5.246	6.565	8.014	9.420

Tabella 23 – Determinazione dei FCFO (valori espressi in €)

Determinazione FCFO	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	481	1.638	3.223	3.981	4.927
IMPOSTE	(64)	(382)	(887)	(1.058)	(1.136)
NOPAT	417	1.256	2.336	2.924	3.791
(Investimenti)/Disinvestimenti	(500)	(500)	(300)	(300)	(300)
Δ CCN	(3.876)	(299)	(1.319)	(1.449)	(1.406)
Δ FONDI	18	18	19	19	19
Free cash flow operativo	(3.941)	476	736	1.193	2.105

Nell'ipotesi sopra elaborata, pur a fronte di risultati economici positivi, i flussi di cassa del primo esercizio risultano negativi, in quanto si è assunto che l'azienda parta senza una dotazione di liquidità e senza crediti commerciali, ad eccezione dei crediti netti intercompany inclusi nel periodo di piano.

Entro la fine del periodo di previsione esplicita è previsto che l'aziendaorni a creare flussi di cassa positivi, secondo le assunzioni sopra esplicitate.

6.3 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Coerentemente con l'indicazione fornita dai PIV al punto I.20.2, vista la scelta del metodo di valutazione, verrà individuato un tasso di attualizzazione unico e di tipo semplificato.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore terzo disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale.

Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato calcolato come segue:

$$i = R_f + (R_m - R_f) \times \text{beta}$$

- Tasso privo di rischio (R_f): la componente *risk free* è stata quantificata sulla base dei rendimenti dei BTP a 30 anni pari al 2,45%⁷;
- Premio per il rischio azionario ($R_m - R_f$): il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale 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. Il premio per il rischio è stato assunto pari al 6,75% considerando il dato di *consensus* degli analisti alla data di valutazione⁸;
- Il coefficiente beta: il beta di settore che esprime il premio al rischio dello specifico settore è stato assunto nella versione *unlevered*, in assenza di indebitamento finanziario. In considerazione dei settori di riferimento si è assunto un coefficiente beta di settore pari all'1,30⁹.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari all'11,23% (2,45% + 6,75% x 1,30) che lo scrivente ritiene congruo applicare per l'attualizzazione dei flussi di cassa in applicazione del metodo finanziario prescelto¹⁰.

⁷ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, www.dt.tesoro.it

⁸ Fonte: KPMG - Equity Market Risk Premium- Research Summary

⁹ Fonte: Aswath Damodaran, www.stern.nyu.edu

¹⁰ Si consideri che Damodarna

Nella scelta del tasso lo scrivente ha tenuto in debita considerazione la forte incertezza di mercato causata dal perdurare della crisi mondiale dovuta alla pandemia da Covid-19 ed all'esplosione, nel corso dell'autunno, della c.d. "seconda ondata" che ha duramente colpito l'Italia e tutta l'Europa, imponendo nuovamente forti restrizioni alle attività commerciali ed alla libertà di circolazione delle persone, i cui impatti negativi sulle prospettive economiche devono necessariamente essere tenute in debito conto nella valutazione di qualsiasi attività economica.

Di seguito si riporta il prospetto di sintesi del calcolo del tasso di attualizzazione.

Tabella 24 – Determinazione tasso di attualizzazione (valori espressi in €)

Descrizione	Importo
Tasso "risk free"	2,45%
Market risk premium	6,75%
Beta medio del settore	1,30
Tasso di attualizzazione	11,23%

6.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

Una volta individuati i risultati di conto economico previsionali ed i flussi di cassa previsionali si è pervenuti al calcolo dell'EV utilizzando un modello a due fasi. Queste si riferiscono, rispettivamente, al valore del periodo di previsione esplicita di tre anni (2021-2025) e al valore residuo del periodo successivo.

Si è così proceduto ad attualizzare i flussi di cassa del periodo di previsione esplicito al tasso di attualizzazione sopra individuato.

Tabella 25 – Determinazione VA periodo esplicito (valori espressi in €)

Determinazione FCFO	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	481	1.638	3.223	3.981	4.927
IMPOSTE	(64)	(382)	(887)	(1.058)	(1.136)
NOPAT	417	1.256	2.336	2.924	3.791
(Investimenti)/Disinvestimenti	(500)	(500)	(300)	(300)	(300)
Δ CCN	(3.876)	(299)	(1.319)	(1.449)	(1.406)
Δ FONDI	18	18	19	19	19
Free cash flow operativo	(3.941)	476	736	1.193	2.105
Tasso di attualizzazione 11,23%					
FCFO ATTUALIZZATI	(3.543)	385	535	780	1.236
VAN FCFO 2021/2025	(608)				

I flussi di cassa attualizzati del periodo esplicito di previsione, nell'ipotesi svolta, presentano segno negativo e rappresentano, nella sostanza, il "costo del *turnaround*",

ovvero la dotazione finanziaria necessaria per sostenere il ciclo produttivo (cui si aggiunge il costo del riscatto dell'immobile in leasing che, come detto, non è stato considerato nella determinazione del valore d'azienda).

Il valore residuo ("Terminal Value") è calcolato attualizzando (per un periodo di sconto di 30 anni) al tasso individuato (11,23%) un flusso di cassa pari alla media di quello determinato per gli ultimi due anni di previsione analitica, incrementato di un tasso di crescita "g" pari all' 1% pari al tasso di inflazione programmata.

Tale impostazione, in aderenza alla più attenta dottrina, consente di mitigare i possibili effetti distorsivi insiti nell'adozione del modello con attualizzazione dell'ultimo flusso di cassa di previsione esplicita, avuto riguardo, in particolare, alla fisiologica mancanza in un arco temporale esteso di previsioni analitiche sulle variazioni del circolante.

Tabella 26 – Determinazione terminal Value (valori espressi in €)

DESCRIZIONE	Valori
FCFO 2024	1.193
FCFO 2025	2.105
FCFO MEDIO	1.649
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	11,23%
TERMINAL VALUE 30 ANNI	9.039

La somma dei due valori restituisce l'EV:

Tabella 27 – Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)

DESCRIZIONE	Valori
VA PERIODO ANALITICO	(608)
VA TERMINAL VALUE	9.039
EV (ENTERPRISE VALUE)	8.432

Ai fini della determinazione del valore del ramo d'azienda, lo scrivente ha ritenuto di dover esprimere detto valore al netto dei debiti oggetto di accollo nell'OFFERTA di [REDACTED].

Considerando i debiti oggetto di accollo alla stregua di una posizione finanziaria netta negativa ed esprimendo il valore aziendale al netto di tali debiti si ottiene il seguente valore:

Tabella 28 – *Determinazione valore ramo d'azienda netto debiti accollati (valori espressi in €)*

EV (ENTERPRISE VALUE)	8.432
Debito leasing	(1.678)
Debito vs dipendenti	(1.355)
EV netto debiti accollati	5.399

A titolo di raffronto e di analisi di sensitività si evidenzia che attualizzando con lo stesso criterio utilizzato l'ultimo flusso di cassa, si perverrebbe ad un valore più elevato e pari ad € 10,5 mln (ovvero € 7,4 mln al netto degli accollati).

Tabella 29 – *Determinazione EV con attualizzazione dell'ultimo FCFO analitico (valori espressi in €)*

EV con attualizzazione dell'ultimo FCFO	in €/000
VA PERIODO ANALITICO	(608)
VA TERMINAL VALUE	11.117
EV (ENTERPRISE VALUE)	10.510
Debito leasing	(1.678)
Debito vs dipendenti	(1.355)
EV netto debiti accollati	7.477

Come già riferito nel precedente § 5, la scelta dell'attualizzazione della media degli ultimi due flussi di cassa di previsione esplicita, quale flusso di cassa “normalizzato”, appare preferibile, in quanto volta a mitigare possibili effetti distorsivi nella determinazione del Terminal Value.

Come ulteriore analisi di sensitività, di seguito si riporta un prospetto di calcolo dell'EV in applicazione di un tasso di attualizzazione pari al 10,23% inferiore di 1 punto rispetto a quello prescelto, che restituisce un valore di € 9,7 mln al lordo degli accollati (pari ad € 6,7 mln al netto dei debiti oggetto di accollo):

Tabella 30 – Analisi di sensitività con *applicazione di un tasso di attualizzazione del 10,23% (valori espressi in €)*

Determinazione FCFO	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	481	1.638	3.223	3.981	4.927
IMPOSTE	(64)	(382)	(887)	(1.058)	(1.136)
NOPAT	417	1.256	2.336	2.924	3.791
(Investimenti)/Disinvestimenti	(500)	(500)	(300)	(300)	(300)
Δ CCN	(3.876)	(299)	(1.319)	(1.449)	(1.406)
Δ FONDI	18	18	19	19	19
Free cash flow operativo	(3.941)	476	736	1.193	2.105
Tasso di attualizzazione 10,23%					
FCFO ATTUALIZZATI	(3.575)	392	549	808	1.293
VAN FCFO 2021/2025	(533)				
DETERMINAZIONE TV A 30 ANNI	in €/000				
FCFO 2024	1.193				
FCFO 2025	2.105				
FCFO MEDIO	1.649				
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	10,23%				
TERMINAL VALUE	10.284				
DETERMINAZIONE EV	in €/000				
VA PERIODO ANALITICO	(533)				
VA TERMINAL VALUE	10.284				
EV (ENTERPRISE VALUE)	9.751				
	in €/000				
EV (ENTERPRISE VALUE)	9.751				
Debito leasing	(1.678)				
Debito vs dipendenti	(1.355)				
EV netto debiti accollati	6.718				

Alla luce delle valutazioni sopra svolte, il prezzo offerto da ██████████, si presenta quindi congruo, in quanto si inserisce nel *range* di valori sopra individuato.

La valutazione di tipo prudentiale operata dallo scrivente sconta, come già detto, l'elevata incertezza di mercato dovuta all'esplosione della c.d. "seconda ondata" della pandemia da Covid -19, successivamente alla presentazione dell'OFFERTA da parte di ██████████. e tale incertezza che si traduce in una maggiore rischiosità degli investimenti è riflessa nel tasso di attualizzazione prescelto (cfr. § 6.3).

Ai fini di n raffronto con i valori contabili e dell'eventuale necessità di imputazione del prezzo alle singole componenti dell'attivo si riepiloga di seguito il valore contabile netto degli attivi inclusi nel perimetro aziendale¹¹.

Tabella 31 – Valore delle componenti attive trasferite (valori espressi in €)

ATTIVI TRASFERITI	in €/000
Immobilizzazioni immateriali	222
Immobilizzazioni materiali	1.118
Filiali e imm. Finanziarie	38
Crediti netti IC	1.071
Valore immobile netto debito leasing	2.465
TOTALE ATTIVI	4.915

La differenza tra il predetto valore degli attivi e l'*Enterprise value* è da imputarsi al valore di avviamento, che è espresso dalla valutazione con il metodo finanziario prescelto per la stima.

7. CONCLUSIONI

Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, lo scrivente ritiene di poter individuare nell'importo di **Euro 8,4 mln** (arrotondato) il valore di stima del complesso aziendale da porre in vendita al lordo degli accolti di debito verso il personale dipendente e la società di leasing, per un valore di € 5,4 mln (arrotondato) di valore aziendale al netto dei debiti oggetto di accollo.

Pertanto, ritiene di poter confermare la congruità dell'OFFERTA di ██████████, sulla base della quale si ritiene possa essere esperita la procedura competitiva di vendita.

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Con osservanza

Milano, 27 novembre 2020

Ignazio Arcuri



¹¹ Si precisa che il valore del centro di lavoro Over 4500 è già incluso nel valore delle immobilizzazioni materiali e che per l'immobile in leasing si è fatto riferimento al valore di perizia di € 4,3 mln al netto del debito verso la società di leasing per canoni arretrati e prezzo di riscatto, oggetto di accollo.