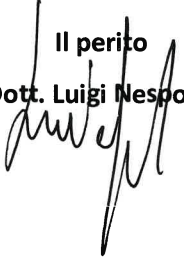


**Perizia di stima
ai sensi dell'art. 2343-ter,
comma 2, lettera b)
del Codice civile**

**CONFERIMENTO DELLA QUOTA RAPPRESENTATIVA
DEL 49% DEL CAPITALE SOCIALE DI
TIENG S.R.L. IN GRIFAL S.P.A.**

Il perito
Dott. Luigi Nespoli



Bergamo, 15 gennaio 2021

**RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343 ter, COMMA 2, LETTERA B)
DEL CODICE CIVILE**

* * *

Il sottoscritto, Dott. Luigi Nespoli, nato a Bergamo, il 15 aprile 1961, C.F. NSP LGU 61D15 A794D, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bergamo e al Registro dei Revisori Legali, ha ricevuto l'incarico dalla società Tieng S.r.l., con sede legale in Zanica, via Paolo Borsellino, 22, C.F. 04493910162, di redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343-ter, comma 2, Lettera b) del codice civile per il conferimento, nella Grifal S.p.A. (conferitaria), con sede in Cologno al Serio (BG), via XXIV Maggio n. 1, C.F. 04259270165, della quota pari al 49% del capitale sociale della stessa Tieng S.r.l.

L'organo amministrativo della società conferitaria Grifal S.p.A. ha specificato al sottoscritto estimatore che l'aumento di patrimonio netto della società conferitaria, determinato dall'operazione in esame, sarà pari ad euro 501.204,60 comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di n. 192.771 nuove azioni ordinarie.

Dal che, la presente relazione.

* * *

INDICE

1. PREMESSA.....	pag.	5
1.1 Oggetto e finalità dell'incarico.....	pag.	5
1.2 Approccio richiesto all'esperto estimatore.....	pag.	7
1.3 Data di riferimento.....	pag.	8
1.4 Profilo professionale e indipendenza.....	pag.	8
2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....	pag.	9
3. MOTIVAZIONI DEL CONFERIMENTO.....	pag.	10
4. LA REALTA' OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.....	pag.	10
4.1 Il contesto competitivo in cui opera Tieng s.r.l.....	pag.	11
5. LA SOCIETA' CONFERITARIA.....	pag.	11
6. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	pag.	12
7. I CRITERI ADOTTATI PER LA VALUTAZIONE.....	pag.	17
7.1 Le linee-guida del processo valutativo.....	pag.	17
7.2 La scelta del metodo da applicare nel caso di specie.....	pag.	21
8. LA VALUTAZIONE SECONDO IL METODO REDDITUALE	pag.	22
8.1 Analisi della documentazione contabile, amministrativa e tecnica disponibile.....	pag.	22
8.2 La determinazione dei redditi netti attesi per il futuro – R.....	pag.	23
8.3 La determinazione dell'orizzonte temporale di analisi - n.....	pag.	26
8.4 La determinazione del costo del capitale – i.....	pag.	26
8.5 Il risultato dell'applicazione del metodo reddituale.....	pag.	28
9. CONCLUSIONI.....	pag.	28



DISCLOSURE

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

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

- *la valutazione non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);*
- *tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla società o sono state tratte da fonti pubbliche;*
- *lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;*
- *i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sopra specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;*
- *il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento della società;*
- *le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;*
- *la presente relazione non può essere utilizzata per scopi diversi da quelli per i quali è stata redatta;*
- *l'onorario del perito non è legato al valore risultante dalla relazione di stima o al raggiungimento di obiettivi riconducibili a tale valore;*
- *nessun soggetto diverso dal sottoscritto ha contribuito alla redazione della presente relazione apportando dei contributi professionali significativi;*
- *l'incarico è stato svolto anche sulla base dei Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione);*

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

1. PREMESSA

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico

L'incarico ha per scopo la descrizione e la valutazione della quota rappresentativa del 49% del capitale sociale di Tieng s.r.l. in vista del suo conferimento nella società Grifal S.p.A. da parte della società MBG Immobiliare s.r.l..

La società Tieng s.r.l., le cui quote sono oggetto della presente perizia, nasce dal conferimento in una new-co del ramo operativo relativo alla produzione di impianti e macchinari per incollaggio di resine e adesivi e per l'automatizzazione del *packaging* esercitato dalla precedente Tieng s.r.l. (l'attuale MBG Immobiliare s.r.l.).

Con atto del 14 gennaio 2021 a rogito del notaio Divizia in Bergamo (rep. 6221 Racc. 4754) la precedente Tieng ha costituito la nuova Tieng mediante conferimento del proprio ramo operativo ad eccezione di beni, rapporti giuridici, poste contabili, tra cui: debiti e crediti tributari; il compendio immobiliare costituito da terreni e fabbricati siti in Zanica, Via Paolo Borsellino, 22; il mutuo ipotecario attinente l'immobile.

Il sottoscritto perito ha ricevuto, oltre al presente, l'incarico di redigere la perizia ai sensi dell'art. 2465 del codice civile per il conferimento del ramo d'azienda sopra descritto. Tale perizia è riferita alla data del 30 settembre 2020.

Benché la finalità della presente perizia sia la valutazione della quota rappresentativa del 49% del capitale sociale della Tieng, nella sostanza, trattandosi della medesima entità oggetto della precedente stima, il sottoscritto ha considerato, in questa sede, le medesime informazioni ricevute per la valutazione del ramo operativo esercitato dalla Tieng "old-co". Considerando inoltre che la data di riferimento della presente perizia coincide con quella della relazione di stima del ramo operativo, si sottolinea che tutte le informazioni e i documenti citati nel prosieguo sono i medesimi utilizzati per la valutazione del ramo conferito dall'attuale MBG Immobiliare s.r.l..

Analogamente a quanto avviene per i conferimenti in genere, anche il conferimento di beni in natura (nella fattispecie, una quota partecipativa) può avvenire sia in sede di costituzione di una nuova società, sia in sede di aumento del capitale sociale di una società già esistente. In entrambi i casi, il soggetto conferente riceve azioni o quote della società conferitaria in cambio del bene conferito.

L'effettuazione di un conferimento in natura in una società di capitali richiede la presentazione di una relazione di stima per l'attestazione del valore conferito, redatta da un soggetto terzo rispetto alle parti coinvolte. L'art. 2343 c.c. dispone infatti che "chi



conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto [...], contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo."

La presente relazione è redatta in ossequio al dispositivo di cui al comma 2, lettera b) dell'art. 2343 ter del codice civile. I primi due commi dell'articolo in esame così recitano:

"(1) nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

(2) Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità."

L'esperto estimatore evidenzia e prende atto che la conferitaria Grifal S.p.A. intende deliberare un aumento di capitale per un importo pari a Euro 501.204,60 e che l'aumento di capitale sarà sottoscritto e liberato mediante il conferimento della quota rappresentativa del 49% del capitale della Tieng S.r.l..

1.2 Approccio richiesto all'esperto estimatore

Nel predisporre una perizia di stima, l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (ad es.: perizia per la cessione/acquisizione; relazione di stima in occasione di conferimenti in natura; parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, ecc.);
- si attagli alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.).

A tal riguardo, il sottoscritto rileva che la relazione di stima è, in linea di principio, volta a tutelare opposti interessi:

- l'interesse dei creditori della società conferitaria e dei terzi ad *"evitare un annacquamento del capitale sociale con conseguente occulta restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi"*¹;
- l'interesse dei creditori della società conferente ad evitare che il valore della partecipazione ricevuta non depauperi, se confrontato con la partecipazione conferita, il patrimonio della società;
- l'interesse degli altri soci della società conferitaria a che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra il valore del conferimento e il valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento²;
- l'interesse del conferente³ di non subire un ingiustificato deprezzamento di quanto egli conferisce e conseguentemente del valore della sua partecipazione nella conferitaria.

L'esperto estimatore, pertanto, *"non potrà trascurare che la valutazione del conferimento dovrà soddisfare interessi tra loro divergenti (...)". In questa fase risulta quindi essenziale tendere ad individuare un valore "obiettivo" che prescindia dalla considerazione degli interessi in causa"*⁴.

Nel caso previsto dagli artt. 2343 e 2465 c.c., si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile: astratta (o stand-alone), nel senso che prescindia da interessi

¹ SIPALA, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1994, 30 ss.

² Così la premessa al capito IV.5 dei PIV intitolato "conferimenti e trasformazioni".

³ L'interesse del conferente coincide con l'interesse dei suoi creditori e, se costituito in forma societaria, dei suoi soci.

⁴ PARISI, *La valutazione dei conferimenti in natura*, in Riv. Dott. Comm., 1998, 805 ss.



particolari; razionale, nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile; obiettiva, nel senso che sia dimostrabile; stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'esperto estimatore nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;
- non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente in funzione di scelte soggettive degli "organi" della società conferente o della società conferitaria⁵;
- deve, in ogni caso, tenere conto della funzione di garanzia connessa alla valutazione ex artt. 2343 e 2465 c.c.

Ad ogni modo, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto di cui all'art. 2434-ter c.c. deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

1.3 Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore del 49% della quota di Tieng s.r.l. oggetto di conferimento, il sottoscritto si è riferito alla data del 30 settembre 2020. Si specifica che la società oggetto di valutazione non risultava ancora costituita alla data di riferimento in quanto il conferimento del ramo di azienda che ha portato alla costituzione dell'attuale Tieng oggetto di valutazione è avvenuto con atto del 14 gennaio 2021 a rogito del notaio Divizia in Bergamo. Pertanto la documentazione alla data del 30 settembre 2020 è relativa al ramo d'azienda esercitato dalla precedente Tieng il cui conferimento, avvenuto ai sensi del 2465 del codice civile, ha portato alla costituzione dell'attuale Tieng oggetto di valutazione.

1.4 Profilo professionale e indipendenza

Lo scrivente è iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bergamo al numero 498/A e al Registro dei Revisori Legali al numero 40975 con Decreto ministeriale

⁵ BRUGGER, *La valutazione economica delle aziende*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, 1985, 65.

del 12/04/1995 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 31 bis del 21/04/1995, è esperto di valutazione d'azienda, nel corso della propria attività professionale ha redatto numerose perizie, anche relative alla stima di beni oggetto di conferimento ai sensi degli articoli 2343, 2343 ter e 2465 del codice civile.

Lo scrivente dichiara di godere dei requisiti di indipendenza richiesti dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile e di essere consapevole dello scopo e delle finalità della valutazione.

2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto ha acquisito le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione inviata dalla società conferente. Come già descritto, infatti, la società oggetto di valutazione nasce dal conferimento del ramo operativo esercitato dalla MBG Immobiliare s.r.l. in una new-co che ha assunto la denominazione di Tieng s.r.l.. La documentazione e le informazioni alla data del 30 settembre 2020 sono pertanto relative al ramo d'azienda esercitato dalla precedente Tieng poi conferito.

Egli, acquisita tutta la documentazione e gli elaborati contabili occorrenti, ha eseguito i necessari controlli, in seguito ai quali ha potuto esprimere il proprio favorevole giudizio sulla affidabilità – nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione di stima – dei dati contabili esaminati.

In particolare, al sottoscritto estimatore è stata messa a disposizione la seguente documentazione riferita alla precedente Tieng s.r.l. prima del conferimento del ramo di azienda nella nuova Tieng:

- bilancio di Tieng s.r.l. al 31.12.2018 e relativi allegati;
- bilancio di Tieng s.r.l. al 31.12.2019 e relativi allegati;
- situazione economica e patrimoniale di Tieng s.r.l. al 30.09.2020 e relativi allegati;
- forecast di chiusura al 31.12.2020;
- piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025 sottoscritto dall'amministratore unico in data 18.12.20;
- Situazione dei cespiti aggiornata alla data del 30.09.2020;
- inventario di magazzino di Tieng s.r.l. al 30.09.2020.

Lo scrivente ha verificato l'andamento ed il posizionamento della società all'interno del settore di riferimento al fine di verificarne le prospettive nel medio termine, nonché di



trovare riscontro alle assunzioni adottate nel piano e che verranno approfondite nel seguito della presente perizia.

3. MOTIVAZIONI DEL CONFERIMENTO

L'Operazione risponde ad obiettivi strategici e tecnici. In particolare, Tieng è una società di engineering e produttrice di impianti e macchinari per incollaggio resine e adesivi e per l'automatizzazione del packaging, conosciuta ed apprezzata a livello internazionale con impianti installati in tutto il mondo; inoltre ha sviluppato negli ultimi anni gli impianti per l'applicazione di adesivi attualmente utilizzati da Grifal e dai clienti Grifal sulle linee di produzione "cArtù". Tieng e Grifal hanno sottoscritto un accordo che permetterà a Grifal di acquistare il 100% del capitale sociale di Tieng. L'operazione prevede l'acquisto da parte di Grifal della quota rappresentante il 51% del capitale di Tieng ed il conferimento in Grifal del restante 49% ad integrale liberazione dell'aumento di capitale che verrà deliberato da Grifal. Attraverso il perfezionamento dell'operazione, Grifal intende avviare un processo di ottimizzazione della struttura organizzativa che consenta di concentrare in un'unica area di business tutta la propria attività di progettazione e produzione di macchinari ed in particolare delle linee di produzione dei materiali ondulati relativi anche ai prodotti a marchio Mondaplen e cArtù.

4. LA REALTÀ OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

L'azienda conferita nella new-co Tieng s.r.l. oggetto di valutazione è sul mercato dal 2013. Nata come technical supplier per seguire in particolare il settore automotive, ha poi allargato i suoi orizzonti in altri campi come *wood, general industry, filtration, ecc.* Nel corso degli anni ha registrato una crescita acquisendo visibilità a livello mondiale per la qualità e affidabilità dei suoi prodotti, annoverando tra i suoi clienti anche aziende multinazionali operanti in diversi settori.

Tieng si occupa di progettare e costruire:

- Impianti per il dosaggio di Hot Melt tradizionali e reattivi: a cordolo, a spiro, a slot (spatola), con fusori a vasca da 5 a 250 kg/ora di fusione, fusori a piatto premente da 2 a 2x200 kg e iniettori e teste di spalmatura fino a 1600 mm di larghezza;
- Impianti per il dosaggio di prodotti monocomponenti: pompe a doppia membrana, a pistone, a pompa ad ingranaggi con controlli massici di portata;

- Rulli per incollaggio fino ad una larghezza massima di 2200 mm specifici per colle Warm Melt e Hot Melt utilizzate nel settore wood e automotive;
- Impianti per il dosaggio di resine bicomponenti a bassa e alta viscosità.

La società è gestita da un amministratore unico nella persona del sig. Andrea Boffi.

Il capitale sociale, a seguito del conferimento già descritto, che ha portato alla costituzione dell'attuale Tieng s.r.l., è detenuto interamente dalla MBG Immobiliare s.r.l..

Nel prosieguo della relazione l'esperto estimatore procederà, come si è detto, all'individuazione e alla descrizione del bene oggetto di conferimento.

4.1 Il contesto competitivo in cui opera Tieng S.r.l.

Il settore dei macchinari industriali ha prodotto, nel 2019, un fatturato globale di oltre 12mila miliardi di dollari (pari al 25% del valore aggiunto della manifattura e al 4,3% del PIL mondiale). In Italia il settore genera il 28% del valore aggiunto della manifattura e il 4,7% del valore aggiunto nazionale, con un fatturato di oltre 230 miliardi di euro e oltre 860mila addetti (circa il 23% di tutta la manifattura). Il peso dell'aggregato sull'economia nazionale è determinato principalmente dai prodotti dell'ingegneria meccanica, eccellenza riconosciuta a livello internazionale che genera 145 miliardi di fatturato. Dei 120 miliardi di esportazioni del macro-settore dei macchinari industriali, 82 sono da imputare ai soli prodotti dell'ingegneria meccanica (il 18% dell'export totale di prodotti italiani).

Come gran parte dei settori economici, anche quello dei macchinari industriali è stato colpito dalla crisi causata dal Covid-19.

Circa 665mila addetti della filiera sono stati interessati dalla sospensione della produzione durante il lockdown (il 77,1% del totale della forza lavoro). Tale interruzione si è tramutata in un crollo delle ore lavorate che ad aprile ha fatto registrare una riduzione del 50,2% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente.⁶

5. LA SOCIETÀ CONFERITARIA

Grifal è una società attiva dal 1969 nel mercato del packaging industriale, che progetta e produce imballaggi performanti ed eco-compatibili, le cui azioni sono ammesse alle

⁶ Settore Macchinari Industriali e Covid-19 - CDP, EY e Luiss Business School – Settembre 2020



negoziazioni su AIM Italia, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Grazie ai costanti investimenti in R&D, dedicati sia ai prodotti sia ai processi produttivi brevettati e realizzati in-house, Grifal ha arricchito negli anni la propria offerta con tecnologie e prodotti innovativi, tra cui cArtù® e cushionPaper™, rivoluzionari cartoni ondulati - realizzati con carte provenienti da foreste gestite in modo sostenibile - in grado di sostituire le plastiche per l'imballaggio.

Grifal è anche attiva nella progettazione e produzione di macchine per l'ondulazione. La Società dispone inoltre al suo interno di un Laboratorio di Test Certificato ISTA (International Safe Transit Association), dove vengono effettuate prove di resistenza e climatiche in base a standard internazionali tra cui quelli definiti da Amazon che ha incluso Grifal, prima azienda in Italia, nel suo network globale di fornitori certificati: APASS Network.

La Società è una PMI Innovativa, iscritta nell'apposita sezione speciale del Registro Imprese dedicata alle Piccole e Medie Imprese caratterizzate da una forte componente innovativa.

6. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Benché la finalità della presente perizia sia la valutazione della quota rappresentativa del 49% del capitale sociale della Tieng, nella sostanza si tratta della medesima entità oggetto del conferimento che ha portato alla costituzione della Tieng.

Pertanto, considerando che la data di riferimento della presente perizia coincide con quella della relazione di stima del ramo operativo conferito, i documenti analizzati sono i medesimi utilizzati per la valutazione del ramo conferito dall'attuale MBG Immobiliare s.r.l..

La situazione patrimoniale del ramo conferito alla data di riferimento del 30 settembre 2020 e che ha portato alla costituzione della società oggetto di valutazione è riepilogata nella seguente tabella:

COMPONENTI PATRIMONIALI ATTIVI	Euro
Totale immobilizzazioni immateriali	243
Totale immobilizzazioni materiali	115.884
Rimanenze di magazzino	835.768
Crediti	319.986
Attività finanziarie non imm.te	10.986
Disponibilità liquide	39.334
Ratei e risconti attivi	969
TOTALE ATTIVO	1.323.170

COMPONENTI PATRIMONIALI PASSIVI	Euro
Fondo Trattamento Fine Rapporto	166.570
Debiti verso banche	199.092
Acconti da clienti	291.995
Debiti verso fornitori	343.992
Altri debiti	76.468
Ratei e risconti passivi	91.463
TOTALE PASSIVO	1.169.579
PATRIMONIO NETTO AL 30/09/2020	153.591

Immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali oggetto di conferimento sono rappresentate da licenze software iscritte inizialmente al costo di acquisto e sottoposte a processo di ammortamento sulla base della vita utile.

Rientrano in questa voce le licenze Bridge ed il modulo software per la gestione della privacy.

Immobilizzazioni materiali

La rilevazione del valore contabile delle Immobilizzazioni materiali è stata effettuata attraverso l'analisi dei cespiti materiali delle società alla data di riferimento.

Come già specificato, il ramo conferito non comprende il compendio immobiliare, pertanto, vengono escluse della descrizione le voci Terreni e Fabbricati Strumentali.

La voce Impianti e macchinari, oltre agli impianti generici, include le macchine operatrici utilizzate per la realizzazione delle macchine per incollaggio prodotte dalla società, quali a titolo esemplificativo centri di lavoro, torni e rettificatrici con i relativi componenti.

Le Attrezzature industriali sono relative a strumenti di lavoro utilizzati dalla società nello svolgimento della propria attività, quali a titolo esemplificativo bilance, punzonatrici e morse.

La voce Mezzi di trasporto interni è riferita a transpallet ed elevatori elettrici e gru smontabile.

La voce Macchine ufficio elettroniche è relativa alla strumentazione hardware di proprietà della società quali stampanti, pc e fotocopiatrici.



La voce Autovetture si riferisce, alla data di riferimento, all'autovettura modello Peugeot 3008 targa RT690JJ mentre la voce automezzi è riferita ai due autocarri marca Citroen targati EY730SN e FM702PR.

I Mobili e arredi sono rappresentati da beni utilizzati per arredare gli uffici.

Gli Altri Beni sono relativi all'insegna.

Rimanenze di magazzino

Alla data del 30 settembre 2020 sono iscritte rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo disponibili in magazzino. Sono inoltre iscritte rimanenze di semilavorati e prodotto in corso di lavorazione riferite ai macchinari per incollaggio non ancora terminati. Il sottoscritto ha richiesto e ottenuto copia dell'inventario fisico delle giacenze in essere al 30 settembre 2020.

Crediti

La voce crediti comprende l'importo dei Crediti verso clienti, comprensivi degli effetti presentati all'incasso, stabiliti sul territorio nazionale ed estero al netto del fondo di svalutazione accantonato a fronte di un rischio di inesigibilità dei crediti rappresentati in bilancio.

I Crediti tributari sono principalmente riferiti ai crediti d'imposta previsti dai D.L. 66/14 e D.L. 3/20.

Gli Altri crediti sono relativi a crediti verso fornitori per anticipazioni, a depositi cauzionali e a crediti verso l'INAIL.

Attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni

La voce accoglie l'ammontare dei titoli relativi alla sottoscrizione del fondo Arca BB per complessivi 10.986 euro.

Disponibilità liquide

Il saldo rappresenta le disponibilità alla data del 30 settembre 2020 e comprende:

- il saldo di cassa in euro pari ad euro 1.995,92 ed in valuta estera pari ad euro 299,58;
- carta di credito prepagata x2738 con un saldo pari a 299,35 euro e x9463 con un saldo pari a 6,40 euro;
- i seguenti conti corrente:

Istituto	IBAN	Saldo
Monte dei Paschi di Siena	IT08Y0103052970000000774846	5.119,59
Banca Valsabbina	IT71V0511611100000000001451	29.792,56
Banca IFIS S.p.A.	IT11A0320511100000002220150	83,03
Banca del Territorio Lombardo Credito Cooperativo	IT97B0873553510030000301204	1.737,64

Il perito ha verificato i saldi in essere sulla base degli estratti conto.

Ratei e risconti attivi

Misurano proventi e oneri la cui competenza è anticipata o posticipata rispetto alla manifestazione numeraria e/o documentale e sono principalmente riferiti ai risconti attivi su premi assicurativi.

Fondo trattamento fine rapporto

Il fondo trattamento di fine rapporto pari ad euro 166.569,93 corrisponde all'effettivo impegno della Società per il TFR mantenuto in azienda nei confronti di ciascun dipendente alla data del 30 settembre 2020 come di seguito dettagliato.

Dipendente	Matricola	Importo
S.B.	120001	24.796,42
W.E.	120004	23.819,47
P.P.	120006	21.810,46
M.B.	120007	24.693,27
G.P.	120015	7.406,81
G.B.	120016	18.681,53
D.E.	120025	203,70
R.C.	310003	14.844,81
S.T.	310010	7.191,88
S.L.	310012	0
E.G.	310013	7.599,99
F.O.	310019	5.097,10
F.B.	310020	6.211,42



D.B.	310026	172,81
M.B.	440024	4.040,26
TOTALE		166.569,93

Debiti verso banche

Il debito verso banche si riferisce ai saldi alla data di riferimento dei rapporti passivi in essere con gli istituti di credito, opportunamente riconciliati e di seguito dettagliati.

Il debito residuo in linea capitale dei Finanziamenti in essere è riferito ai seguenti rapporti:

Banca erogatrice	n. rapporto	Capitale residuo al 30 settembre 2020
Banca Valsabbina	87534	77.852,94
Banca IFIS	21 / 28 / 7266	96.238,79
Banca MPS	0994045631	25.000,00

Il debito per Carte di credito alla data di riferimento è riferito a:

- Carta n. x4130 rilasciata da Banca Monte dei Paschi di Siena per euro 1.261,03;
- Carta n. x8558 rilasciata da Banca Monte dei Paschi di Siena per euro 57,57;
- Carta n. x5147 rilasciata da Banca Monte dei Paschi di Siena per euro 651,66;
- Carta n. x2002 rilasciata da Banca Valsabbina per euro 920,33;

Debiti verso fornitori e debiti per fatture da ricevere

Le voci sono relative ai debiti per forniture riconducibili all'attività dell'impresa oggetto di valutazione.

La voce debiti verso fornitori per fatture da ricevere è riconducibile ad acquisti residuali e prestazioni di servizi ricevute, per le quali non risulta ancora pervenuta la rispettiva fattura o documento giustificativo equivalente.

Altri debiti

I debiti oggetto di conferimento sono iscritti al valore nominale e sono ripartiti tra le seguenti voci.

La voce Debiti tributari è relativa esclusivamente ai debiti correnti oggetto di conferimento quali i debiti per IVA, ritenute IRPEF, addizionali comunali e regionali maturati e non ancora scaduti. I debiti pregressi già scaduti non rientrano nel perimetro di conferimento e restano pertanto in capo alla conferente.

I Debiti verso istituti di previdenza sono relativi ai contributi INPS, INAIL e verso altri enti di previdenza maturati e non ancora scaduti alla data di riferimento relativamente ai rapporti di lavoro in essere.

La voce Altri debiti raccoglie i debiti verso dipendenti per salari da liquidare, debiti verso gli amministratori da liquidare.

Ratei e risconti passivi

I ratei e risconti passivi sono stati iscritti al fine di rispettare il principio della competenza temporale.

I Ratei passivi sono principalmente relativi alla quota di ratei verso i dipendenti per ferie e mensilità aggiuntive. Risultano inoltre stanziati per competenza gli interessi maturati sui finanziamenti oggetto di moratoria e la quota di IMU maturata alla data di riferimento.

7. I CRITERI ADOTTATI PER LA VALUTAZIONE

7.1 Le linee-guida del processo valutativo

I metodi trattati diffusamente dalla più autorevole dottrina e impiegati dalla migliore prassi professionale per la valutazione analitica di un'azienda esprimono alcune peculiarità comuni di assoluto rilievo che sono identificabili nella razionalità, dimostrabilità, oggettività e stabilità dei criteri e dei parametri di base del processo valutativo.

Nella pratica esiste una grande varietà di procedimenti di stima che presentano, anche in modo diverso, le predette caratteristiche; essi includono metodi patrimoniali (semplici e complessi), metodi basati sui flussi (metodi reddituali e metodi finanziari), metodi misti patrimoniali-reddituali ed i metodi empirici.

Ci si deve quindi rifare all'insieme delle nozioni e dei principi elaborati dalla teoria economico-aziendale per la determinazione del capitale economico quale valore attribuibile al patrimonio aziendale in ipotesi di scambio, senza considerare le posizioni soggettive e talvolta arbitrarie, dei potenziali venditori e compratori. Infatti, pur se l'apprezzamento soggettivo è vitale per definire i valori aziendali, la dottrina economica aziendale ha elaborato ed approfondito alcune tecniche che, avvalendosi di formule matematiche a prevalente carattere statistico-finanziario, definiscono quella parte del valore aziendale che può più strettamente ancorarsi ad alcuni elementi oggettivi.

In tale contesto la separazione tra i metodi patrimoniali e reddituali tende a confinarsi su un piano teorico poiché la valutazione dipende da una articolata analisi fondata sulla



interconnessione di tutte le variabili caratterizzanti l'impresa e sul peso che ciascuna di esse assume nella determinazione del prezzo.

Le stime di tipo *patrimoniale* mirano ad appurare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale, sostituendo ai dati contabili i valori correnti delle singole attività e passività. Secondo ormai affermate impostazioni, le componenti di valorizzazione del patrimonio includono anche i fattori immateriali che ne caratterizzano l'attività (ad esempio: i marchi ed i brevetti per le aziende industriali, l'autorizzazione di vendita per le aziende commerciali, il portafoglio premi per le compagnie assicurative, la raccolta diretta ed indiretta per le banche, e così via). Le valutazioni di tipo patrimoniale presuppongono implicitamente che l'azienda sia un'entità scindibile, sicché pur adottando valori di funzionamento e non di liquidazione per stralcio, la stima del complesso aziendale può essere fatta sommando le stime relative dei singoli elementi, ciascuno considerato non come parte integrante di un complesso funzionante, ma bensì come bene liberamente ed autonomamente disponibile.

In taluni casi tale approccio, attraverso la valorizzazione delle componenti immateriali, può indirettamente consentire di cogliere anche il riferimento alla capacità dell'azienda di generare reddito: questa capacità, infatti, derivando principalmente dai rapporti esistenti fra gli elementi costitutivi del patrimonio aziendale (inteso nella sua natura di complesso organico creato per il conseguimento di particolari finalità economiche) può non trovare manifestazione esplicita nelle poste contabili dell'azienda, e tuttavia deve costituire sempre una componente basilare del giudizio valutativo.

Il pregio del metodo trova il suo fondamento nell'obiettività poiché include solo valori attuali e concreti senza considerare le circostanze future (ritorno dell'investimento).

A tal fine si parla di:

- a) metodi patrimoniali semplici nel caso di valutazione dei soli beni che abbiano rilevanza contabile;
- b) metodi patrimoniali complessi di 1° grado, nel caso in cui l'analisi e la valutazione comprendano anche beni immateriali non contabilizzati ma aventi valore di mercato (es.: autorizzazione commerciale, marchio, concessione, ecc.);
- c) metodi patrimoniali complessi di 2° grado, quando la stima è estesa anche a beni immateriali non aventi valore di mercato.

Quest'ultimi metodi derivano dalla convinzione che le risorse immateriali (commerciali, organizzative, umane, tecnologiche) siano una componente di rilievo nel determinare i punti di forza e quindi il successo economico di una azienda.

Al fine della quantificazione dei beni immateriali esistono vari metodi che vengono applicati secondo l'attività e il bene immateriale da valutare.

Alcuni metodi applicabili risultano essere:

- a) la determinazione del valore residuo dei costi sostenuti;
- b) l'attualizzazione dei costi da sostenere per un'ipotetica riproduzione dei beni immateriali;
- c) l'attualizzazione dei redditi conseguibili per effetto di tali beni;
- d) l'attualizzazione delle perdite da sopportare in ipotesi di cessione di tali beni;
- e) i metodi empirici tesi a valutare il valore di cessione di autorizzazioni, licenze, testate, concessioni e diritti di sfruttamento aventi particolari valori di esclusiva.

La necessità di preservare la capacità dell'azienda di generare reddito giustifica la diffusa applicazione dei metodi fondati sui flussi; infatti *'oltre all'incontrastato dominio in termini di diffusione, l'universalità dei metodi fondati sui flussi risulta anche dalla loro applicabilità per tutti i fini che riguardano le valutazioni'*⁷.

In quest'ottica, le *metodologie di tipo reddituale*⁸ e di *tipo finanziario*⁹ privilegiano la portata reddituale dell'azienda, rispettivamente determinata sulla base dei risultati gestionali/contabili o dei flussi monetari disponibili per l'investitore. In entrambi i casi, la valorizzazione del patrimonio di un'azienda è direttamente correlata ai proventi che esso può generare, nelle condizioni di impiego che di fatto lo caratterizzano. Le metodologie di tipo finanziario, in particolare, risultano ad oggi quelle più diffusamente applicate, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali. La difficoltà del metodo consiste nella razionale determinazione dei flussi di cassa che nel tempo si renderanno disponibili per i soci dell'impresa. In altri termini l'attendibilità del modello presuppone un'accurata stima non solo dei risultati economici, bensì delle politiche d'investimento, finanziamento e remunerazione dei soci, per poter pervenire alla fine di ogni periodo alla ricchezza che la gestione avrà originato. A ciò si aggiunge una peculiarità del criterio del valore flusso non ottenibile con altri metodi valutativi, ossia la possibilità, mediante la scelta del tasso di attualizzazione, di apprezzare il diverso grado di rischio che caratterizza l'azienda oggetto di analisi.

⁷ Luigi Guatri, *Trattato sulle valutazioni delle Aziende*, ed. Egea Ristampa 1999, pag. 69.

⁸ In Germania il metodo reddituale puro è il solo riconosciuto in sede giudiziaria.

⁹ I metodi basati sui flussi finanziari sono gli unici accettati in Germania per le operazioni di fusione.



Pertanto, benché sotto l'aspetto puramente teorico il criterio del valore flusso implichi la determinazione dell'equivalente certo di un flusso di risultati incerti, dal punto di vista pratico la sopravvalutazione dei risultati attesi rispetto a quelli che effettivamente verranno conseguiti può essere ragionevolmente temperato dal tasso di attualizzazione.

I metodi che fondono i principi fondamentali dei metodi patrimoniali e reddituali sono i *metodi misti patrimoniali-reddituali*, i quali pervengono al conseguimento di una valutazione finale che tenga conto degli elementi di obiettività e verificabilità propri del metodo patrimoniale, senza tuttavia prescindere dall'elemento reddituale che, in taluni casi, rappresenta una componente essenziale del valore del capitale economico.

Tra i metodi più frequentemente utilizzati si ricordano:

- a) il metodo del valore medio;
- b) il metodo di stima autonoma del *goodwill*;
- c) il metodo di rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento.

Nella prassi professionale trovano attualmente larga applicazione anche i *metodi di mercato*, c.d. "*metodi empirici*"¹⁰; tali metodologie, giungono in modo sintetico alla determinazione del valore aziendale, non in base a formule matematiche di fondata o meno razionalità, ma utilizzando le osservazioni del mercato mediante l'ausilio di semplici relazioni matematiche che congiungono i fattori alle variabili aziendali. I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- *Metodo delle quotazioni di Borsa*: riconosce all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Il dato è sicuramente aleatorio, poiché le caratteristiche di un'impresa non coincidono mai perfettamente con quelle di un'altra; tuttavia la cautela e la razionalità possono indurre a restringere l'incertezza, mediante l'utilizzo di variabili oggettive non influenzate dalle politiche di bilancio.
- *Metodo dei multipli di mercato*: consiste nel ricavare parametri o moltiplicatori impliciti, derivanti dal rapporto tra capitalizzazione di mercato, ovvero, a seconda dei casi, "*enterprise value*" (definito come somma della capitalizzazione di mercato e della posizione finanziaria netta) e specifiche grandezze economico-finanziarie od

¹⁰ Sono i metodi empirici che costituiscono il terzo "pilastro" del Giudizio integrato di Valutazione (GIV); nel caso di specie, la valutazione relativa, stante la finalità dell'incarico, è stata omessa con la ragionevole convinzione di non perdere informazioni al modello costruito.

operative, storiche e prospettiche, di un campione di società comparabili al fine di applicare tali moltiplicatori alle grandezze economico-finanziarie delle società o delle aree di attività oggetto di valutazione.

Nella maggior parte dei casi questi metodi sono utilizzati a supporto dei risultati ottenuti con i metodi matematico-analitici principali, fornendo così alcune informazioni di riferimento e di verifica alla valutazione dell'azienda. Tuttavia, la grande diffusione che tale approccio valutativo ha avuto nell'ultimo decennio, ha modificato l'originaria concezione, tale da fare concepire la valutazione relativa come parte integrante e non più di solo controllo del processo valutativo.

Tale cambiamento trova le sue radici in diversi fattori, quali lo sviluppo delle operazioni di acquisizione e fusione, la lievitazione dei prezzi di borsa, la rilevazione nelle valutazioni assolute di risultati sempre più lontani nel tempo e nel peso crescente degli intangibili.

Come le valutazioni assolute, anche i multipli prendono come base di riferimento dei modelli teorici dei mercati finanziari, fra i quali quello attualmente più in uso è il Capital Asset Pricing Model (CAPM); quest'ultimo si basa su una relazione lineare fra rendimento e rischio, basata sul coefficiente beta.

In definitiva i metodi empirici *"esprimono i prezzi probabili negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili"*¹¹.

7.2 La scelta del metodo da applicare nel caso di specie

Come precisato in precedenza, le metodologie utilizzabili per la valutazione delle aziende industriali devono far riferimento agli elementi quali/quantitativi dell'operatività, dell'organizzazione, del portafoglio di attività, della struttura patrimoniale, della capacità di generare flussi di reddito e finanziari della realtà oggetto di analisi.

È peraltro indiscutibile che la teoria prima e successivamente la prassi si sono indirizzate verso quelle funzioni del valore che sono in grado di determinare la ricchezza futura che un'azienda sarà in grado di generare¹². Tali funzioni di valore si fondano sull'ipotesi che il valore di un'entità dipenda dalla capacità della stessa di generare flussi monetari futuri. Sulla base di tali considerazioni, al fine di cogliere appieno il valore del patrimonio sociale della Tieng s.r.l., la valutazione è stata condotta applicando il metodo reddituale, ossia un

¹¹ Luigi Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, ed. Egea Ristampa 1999, pag. 54.

¹² La Valutazione delle Aziende dopo l'introduzione dei PIVA, M. Buongiorno, Euroconference



approccio che equipara i flussi monetari generati dalla società con il reddito netto conseguito in un'ottica equity side. La società in oggetto rappresenta infatti un operatore che produce dei risultati economici in grado di rappresentare il reale andamento societario e al contempo di esprimere la valorizzazione del patrimonio aziendale che ne è direttamente correlata.

8. LA VALUTAZIONE SECONDO IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale costituisce la soluzione da sempre privilegiata dalla dottrina economico-aziendale dei Paesi dell'Europa continentale per la valutazione delle aziende. L'applicazione tale modello si fonda sul presupposto che l'azienda crea valore se e nella misura in cui è in grado di produrre risultati economici positivi futuri. Ne deriva che il valore stesso della combinazione produttiva è funzionale alla sua redditività che trova espressione nel capitale economico, determinato mediante l'attualizzazione/capitalizzazione dei risultati economici attesi.

Nel metodo reddituale utilizzato in questa sede il perito ha determinato il valore aziendale come sommatoria dei redditi analitici attesi attualizzati per un arco di tempo limitato. La formula è pertanto rappresentabile come segue:

$$W_m = \sum_{t=1}^n R_t (1+i)^{-t}$$

Dove:

R_t = redditi analitici attesi per il futuro;

n = numero definito e limitato di anni;

i = costo del capitale;

8.1 Analisi della documentazione contabile, amministrativa e tecnica disponibile

La presente relazione stima il 49% del capitale sociale della società Tieng s.r.l..

Come esposto in premessa, ai fini della presente stima è stata considerata la situazione economico patrimoniale alla data 30 settembre 2020¹³ redatta dalla società conferente ed

¹³ L'art. 2343 ter, c. 2, lett. b) c.c. infatti richiede una valutazione riferita ad una data precedente di non

un piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025 sempre riferito al ramo oggetto di conferimento con il quale è stata costituita la società oggetto di valutazione.

Lo scrivente si è limitato ad effettuare un controllo di veridicità sui dati contabili dei bilanci e del piano forniti, mediante una condivisione ragionata e ponderata degli stessi, raggiunta dopo approfonditi scambi di informazioni con il management aziendale nonché per il mezzo di verifiche a campione eseguite sulla documentazione di supporto messa a disposizione dalla società e/o di volta in volta alla stessa richiesta.

Le verifiche effettuate non hanno portato a evidenziare errori o discordanze significative tali da far ritenere inattendibili i dati utilizzati per gli sviluppi successivi della valutazione che sono pertanto da ritenere corretti ed adeguati all'uso cui sono destinati.

8.2 La determinazione dei redditi netti attesi per il futuro – R

La determinazione del parametro R può essere espressa:

- con una serie di risultati annuali puntuali;
- con una media valida per un periodo futuro indeterminato o per un arco temporale definito.

Nella fattispecie in esame il perito ha optato per la determinazione dei redditi netti attesi per il futuro assumendo i risultati economici espressi nel piano aziendale per il periodo 2021-2025 applicando quindi il metodo dei risultati programmati.

Nello specifico, oltre al piano aziendale per i periodi 2021-2025, la società ha fornito un forecast di chiusura alla data del 31.12.2020. Dal confronto del forecast con la situazione alla data di riferimento del 30.09.2020 emerge come la società, nel solo ultimo trimestre del 2020, preveda di rientrare quasi completamente delle perdite prodotte nei primi tre trimestri. L'incremento di redditività nell'ultimo trimestre è dovuto principalmente alla chiusura avvenuta nel primo semestre a causa della pandemia da Covid-19 che ha pertanto comportato l'impossibilità di consegnare e fatturare i macchinari che in condizioni normali sarebbero state venduti nel corso di tutto l'anno.

Benché l'applicazione del metodo reddituale preveda l'attualizzazione dei redditi futuri a partire dalla data di riferimento, è innegabile quindi che i redditi previsti per l'ultimo trimestre siano influenzati positivamente dai minori redditi prodotti nel corso dei primi tre trimestri del 2020. La pandemia da Covid-19 ha infatti imposto la chiusura delle attività

oltre sei mesi il conferimento.



produttive, compresa quella esercitata da Tieng, generando ritardi nella produzione, nella consegna e quindi nella fatturazione dei macchinari che, in parte, è stata recuperata nel corso dell'ultimo trimestre. In un'ottica prudentiale, vista la finalità della presente perizia, il sottoscritto ha proceduto quindi con l'attualizzazione dei redditi evidenziati esclusivamente nel piano 2021-2025. Tali risultati considerano infatti periodi annuali in condizioni di normale attività e sono pertanto scevri da qualsiasi fluttuazione momentanea.

Le assunzioni principali alla base della costruzione del piano possono essere come di seguito riassunte:

- è previsto per il 2021 il ripristino dei livelli di fatturato realizzati nel 2018. Si tratta pertanto di un risultato raggiungibile senza la necessità di nuovi investimenti. Il 2021 vedrà anche il recupero degli effetti negativi della pandemia da Covid-19 subiti nel corso del 2020. Negli anni successivi è previsto un incremento del 14% del fatturato.
- È stata mantenuta l'incidenza media dei costi variabili degli anni precedenti rispetto al fatturato. In una logica di miglioramento delle politiche di approvvigionamento, è stata ridotta l'incidenza dei materiali dello 0,5%. È stato previsto in incremento del costo della manodopera pari all'incremento percentuale del fatturato.
- In linea generale è stato mantenuto l'andamento storico dei costi fissi. Rispetto ai dati storici è stato previsto tra i costi di godimenti di beni di terzi l'affitto dell'immobile non oggetto di conferimento. Tale costo è stato incrementato nel 2023 ipotizzando la necessità di affittare nuovi spazi visto l'incremento del fatturato. Le spese generali fisse sono state incrementate del 5% mentre è stato previsto un incremento anche delle spese di fabbricazione e dei costi commerciali fissi. Sono state previste, per il personale di struttura, due assunzioni nel corso del 2021 e una assunzione all'anno fino al 2025.
- Dagli ammortamenti è stato eliminato quanto riferito al compendio immobiliare, sostituito quindi dai costi di godimento di beni di terzi.
- Allo scopo di adeguare la capacità produttiva al fatturato ipotizzato, sono stati previsti investimenti in immobilizzazioni materiali per 15k nel 2021, 100k nel 2022, 15k nel 2023, 100k nel 2024 e 15k nel 2025.

TIENG S.r.l.	YoY%	YoY%	YoY%	YoY%	YoY%
Conto Economico (€ migliaia)	2021	2022	2023	2024	2025
Ricavi di vendita	3.500	4.010	4.571	5.188	5.867
Totale altri ricavi	4	4	4	5	5
Totale valore della produzione	3.504	4.014	4.575	5.193	5.873
Costi commerciali variabili	- 36	- 41	- 47	- 53	- 60
Costi per materie prime e consumo	- 1.508	- 1.721	- 1.954	- 2.208	- 2.487
Costo del lavoro diretto	- 450	- 516	- 588	- 667	- 754
Lavorazioni esterne	- 183	- 210	- 239	- 271	- 307
Costi di produzione variabili	- 23	- 26	- 30	- 34	- 39
Altri costi di produzione	- 8	- 9	- 11	- 12	- 14
Totale costi variabili	- 2.209	- 2.523	- 2.868	- 3.247	- 3.661
Margine di contribuzione	1.295	1.491	1.707	1.946	2.211
<i>margin su ricavi di vendita %</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,2%</i>	<i>37,3%</i>	<i>37,5%</i>	<i>37,7%</i>
Godimento beni di terzi	- 114	- 117	- 171	- 176	- 181
Spese generali fisse	- 171	- 181	- 192	- 203	- 214
Costi commerciali fissi	- 67	- 71	- 74	- 77	- 81
Costo del lavoro di struttura	- 558	- 625	- 693	- 762	- 832
Altri costi fissi	- 42	- 42	- 42	- 42	- 42
EBITDA	343	454	535	686	862
<i>margin su ricavi di vendita %</i>	<i>9,8%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,7%</i>
Ammateriali	- 36	- 39	- 11	- 10	- 15
EBIT	307	415	524	676	847
<i>margin su ricavi di vendita %</i>	<i>8,8%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,4%</i>
Oneri finanziari	- 30	- 28	- 23	- 20	- 18
EBT	277	388	502	656	830
<i>margin su ricavi di vendita %</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,1%</i>
Imposte	- 105	- 141	- 179	- 230	- 289
Risultato d'esercizio	172	246	323	426	541

Nel caso di specie, considerato che la società si è costituita a seguito del conferimento dal complesso aziendale esercitato dalla precedente Tieng s.r.l. escludendo il compendio immobiliare, per addivenire ad una configurazione di risultato coerente sono stati eliminati, nella costruzione del piano alla base della determinazione del reddito atteso per il futuro, gli ammortamenti relativi alla voce Terreni e fabbricati e inseriti i canoni di locazione figurativi. Sono stati inoltre esclusi dal piano: il mutuo ipotecario anch'esso riferito al

compendio immobiliare ed i debiti tributari pregressi. Entrambi questi debiti non sono stati oggetto di conferimento e sono rimasti in carico alla società conferente.

Il canone di locazione previsto nel piano per l'immobile ammonta ad euro 90.000 annui e corrisponde a quanto concordato tra le parti. Tale importo risulta in linea con quanto previsto dai valori medi espressi dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare del Ministero dell'Economia e delle Finanze (OMI) come di seguito riportato:

Tipologia	mq	quotazione OMI minima (€/mq x mese)	quotazione OMI massima (€/mq x mese)	canone locazione minimo	canone locazione massimo
Capannoni tipici e uffici	1.750	3,8	5,4	79.800	113.400

8.3 La determinazione dell'orizzonte temporale di analisi - n

La definizione di *n* si basa sul concetto che le condizioni generatrici di reddito non possano durare immutate a lungo e siano pertanto destinate a modificarsi nel corso di alcuni anni. È noto che la teoria e la prassi in tema di valutazioni propendano per stime che non eccedano l'arco temporale di 3-5 anni, con possibilità di spingersi anche fino a 7-10 anni nel caso di aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali le ragionevoli previsioni possano spingersi anche al di là del quinquennio.

Lo scrivente ha ritenuto, anche sulla base delle considerazioni sulle quali è stato definito il reddito atteso per il futuro, nonché per il posizionamento di mercato della realtà oggetto di valutazione, di determinare il periodo di durata dello stesso in 5 anni.

Nonostante l'azienda sia un complesso di beni organizzato atto a perdurare nel tempo, senza una durata limitata, nel caso di specie è stato adottato un orizzonte temporale finito in quanto:

- si tratta di un'azienda in cui la figura dell'imprenditore è determinante, una realtà familiare il cui andamento è legato alla figura dell'imprenditore;
- la stima di flussi di reddito oltre il periodo considerato di cinque anni è di difficile determinazione e pertanto poco affidabile. Inoltre, con l'aumento degli esercizi considerati diminuisce il fattore di attualizzazione riducendone pertanto l'incidenza.

8.4 La determinazione del costo del capitale – i

Il tasso *i* considerato all'interno delle formule del metodo reddituale misura il rendimento normale del capitale proprio della specifica impresa. Esso è calcolato applicando la formula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che stima il costo del capitale (*Ke*) pari al tasso di

rendimento delle attività prive di rischio incrementato di un premio correlato al rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione, sulla base della seguente formula:

$$Ke = r_f + \beta \times MRP + s$$

Il costo del capitale così determinato è stato incrementato di un premio volto a misurare il rischio correlato alla dimensione ridotta della società, come di seguito esposto:

Tasso privo di rischio, RF	0,85%	(A)
Market risk premium, ERP	6,20%	(B)
Indice Beta	1,31	(C)
Specific risk premium	3,60%	(D)
Costo del capitale, $Ke = (A + B \times C + D)$		12,58%

Gli elementi sopra riportati sono stati determinati come di seguito illustrato.

Il tasso privo di rischio è assunto pari al tasso di rendimento dei BTP 10 anni, determinato come media del periodo gennaio-novembre 2020 al netto di imposte¹⁴.

Il premio per il rischio misura il rendimento addizionale richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio all'investimento mediamente rischioso. Nell'ambito del CAPM il metodo più comune per stimare il premio per il rischio è l'estrapolazione dei dati storici, esso viene calcolato come differenza tra rendimenti medi azionari e rendimenti medi sui titoli privi di rischio lungo un esteso periodo di tempo¹⁵.

Il premio per il rischio è assunto pari al 6,20%, come suggerito per l'Italia dalla ricerca condotta nel corso del 2020 dal Prof. Pablo Fernandez¹⁶.

La determinazione del parametro Beta, nel caso di aziende non quotate come quello di specie, non può essere condotta mediante l'applicazione del metodo della regressione statistica del trend storico dei prezzi della società, perciò si rende necessario ricorrere a metodi alternativi. Nello specifico è stato utilizzato il beta levered del settore in cui opera la società pari allo 1,31¹⁷.

¹⁴ Fonte: risultati aste BTP 10 anni pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁵ A. DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Apogeo, pag. 40.

¹⁶ Survey: Market risk premium and risk-free rate used for 81 countries in 2020, P. Fernandez, E. de Apellaniz, J. F. Acin, IESE Business School

¹⁷ Fonte: www.damodaran.com – Total Beta by Industry sector, Packaging & Container, Western

Nella determinazione del costo del capitale, il perito ha ritenuto opportuno considerare un rischio specifico pari al 3,60%¹⁸, una maggiorazione atta a misurare il rischio dimensionale. I parametri utilizzati nella formula del CAPM sono desunti dal mercato, quindi con riferimento a realtà quotate in mercati regolamentati che mediamente hanno dimensioni maggiori rispetto alla società oggetto di stima.

8.5 Il risultato dell'applicazione del metodo reddituale

Alla luce delle considerazioni suesposte si riepiloga nel seguito l'applicazione del metodo reddituale:

METODO REDDITUALE					
	2021	2022	2023	2024	2025
Redditi netti futuri attesi	172.250	246.169	323.235	425.683	540.975
Tasso di interesse (CAPM)	12,58%				
Periodo	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25
Discount Factor	0,862	0,766	0,680	0,604	0,537
Redditi futuri attesi attualizzati	148.534	188.553	219.914	257.249	290.388
Totale redditi netti attesi attualizzati	1.104.637				

Se ne conclude quindi che, adottando il metodo reddituale, il valore della Tieng s.r.l. alla data del 30 settembre 2020 è pari ad euro 1.104.637.

9. CONCLUSIONI

La valutazione è stata svolta con il metodo reddituale che risulta coerente con la specifica finalità della presente relazione e con quanto suggerito dalla migliore dottrina e prassi in tema di valutazione. Pertanto il valore attribuibile alle quote rappresentative del 49% del capitale sociale di Tieng s.r.l. sulla base delle considerazioni effettuate nella presente relazione, ammonta ad Euro 541.272, arrotondabile ad **540.000,00**.

Bergamo, 15 gennaio 2021

Dott. Luigi Nespola



Europe, 05.01.2020.

¹⁸ Duff & Phelps risk size premium, Valuation handbook.