

ELETTROMECCANICA ADRIATICA S.p.A.

Zona Industriale Marino del Tronto - 63100 Ascoli Piceno

Capitale sociale euro 1.880.000 i.v.

Registro Imprese di Ascoli Piceno e codice fiscale n. 00102620440

Repertorio Economico Amministrativo n. AP 51334

_____°_____

Perizia di valutazione

Premessa

Con lettera del 18/9/2015 la Elettromeccanica Adriatica S.p.A. in liquidazione ha conferito alla scrivente Caterina Del Gobbo, Dottore Commercialista con studio in Ancona, Corso Mazzini n. 148, incarico avente ad oggetto la valutazione della azienda detenuta dalla medesima società, utilizzando il criterio metodologico, tra quelli proposti dalla prevalente dottrina ed utilizzati dalla prassi professionale, giudicato più idoneo nella circostanza.

Sulla base dell'incarico ricevuto si è proceduto quindi alla determinazione del Valore Economico (o Fair Value) del capitale della società Elettromeccanica Adriatica S.p.A. (di seguito anche "Elettromeccanica" o "Società" o "E.A.").

La data di riferimento della valutazione era originariamente il 29/6/2015, ovvero il giorno precedente la iscrizione nel registro delle imprese della nomina del liquidatore, nella persona della Dott.ssa Simona Romagnoli, avvenuta in data 30/6/2015.

Tenuto tuttavia conto del tempo occorso per avere a disposizione la documentazione e le informazioni necessarie alla stesura della presente

perizia, la Società ha ritenuto opportuno aggiornare la valutazione alla data del 31/12/2015.

La presente perizia è redatta pertanto con riferimento al **31/12/2015** ed ha preso in esame le risultanze contabili a tale data, con un riscontro anche della situazione al 29/06/2015.

Per lo svolgimento del presente incarico è stata utilizzata la seguente documentazione:

- visura camerale storica aggiornata;
- bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2010;
- bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2011;
- bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2012;
- bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2013;
- bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2014;
- situazione economico-patrimoniale analitica al 29/6/2015;
- rendiconto della gestione redatto ai sensi dell'art. 2487 *bis* c.c., consegnato al Liquidatore in data 3/3/2016;
- situazione economico-patrimoniale analitica al 31/12/2015 (provvisoria);
- relazione della società di revisione Auditing Italia S.r.l. sui bilanci al 31/12/2013 e 31/12/2014, nonché sul rendiconto chiuso al 29/6/2015;
- relazione sulla proiezione delle attività progettuali, produttive ed impiantistiche nel periodo 2016 - 2018, predisposta dall'Ing. Bruno Capriotti in data 18/2/2016;
- stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario previsionali per il periodo 2015 - 2018 predisposti dall'Ing. Walter

Angelici;

- valutazione delle immobilizzazioni tecniche redatta da S.It.Val. – Società Italiana Valutazioni S.r.l. in data 18/12/2015 – 19/1/2016;
- stima del valore degli immobili redatta dal Geom. Andrea Frati in data 12/1-10/2/2016;
- valutazione delle centrali e dei progetti idroelettrici redatta dall'Ing. Fabrizio Cicconi in data 16/11/2015;
- contratti in essere e ordini da evadere;
- certificazioni, qualifiche e omologazioni;
- analisi del mercato di riferimento,

oltre a quanto analiticamente descritto nel prosieguo della presente relazione, con riferimento alle poste patrimoniali.

Informazioni sono state acquisite presso i responsabili tecnico ed amministrativo sulle prospettive dell'attività produttiva.

Finalità e limiti dell'incarico

Il presente lavoro di determinazione del valore economico della Società è finalizzato a stimare il valore dell'intera azienda, in funzione della sua alienazione.

Come emerge dalla relazione sulla gestione al bilancio chiuso al 31/12/2014 (pag. 13), il bilancio medesimo, nonostante il verificarsi delle cause di scioglimento della società accertate dal Tribunale di Ancona con decreto del 7/1/2015, è stato improntato a criteri valutativi di continuità “(...) *in vista di una possibile cessione dell'azienda di gran lunga più vantaggiosa di una negoziazione frammentata ed atomistica dei singoli beni e diritti, in considerazione del valore aggiunto*

dell'avviamento”.

Nella relazione medesima si legge (pag. 2) che nel primo bimestre 2015 il valore della produzione si attesta sui livelli del 2014, con una tendenza alla crescita del portafoglio ordini clienti relativo agli appalti e ai servizi di fornitura, che fa ipotizzare un incremento del fatturato.

Il dato è confermato dal bilancio provvisorio al 31/12/2015 dal quale emerge un valore delle vendite di circa euro 32.500.000, in linea con i ricavi conseguiti nel 2014 di circa euro 32.400.000.

L'analisi è stata condotta sulla base della documentazione, contabile ed extra contabile, predisposta e fornita dalla Società. Eventuali rettifiche di valore sono state operate solo in presenza di discordanza tra il valore contabile e il valore corrente.

I valori contabili sono ritenuti nel loro complesso attendibili, in considerazione delle valide condizioni organizzative esistenti presso l'azienda, della presenza dell'organo di controllo, nonché dell'intervenuta revisione dei dati contabili al 29/6/2015 da parte della società di revisione Auditing Italia S.r.l.

Dal 2014 Elettromeccanica ha adottato, inoltre, un modello di organizzazione, gestione e controllo come previsto dal Decreto Legislativo n. 231/2001.

I dati e le informazioni ricevuti sono di esclusiva pertinenza e responsabilità della Società; sugli stessi non è stata svolta alcuna verifica o controllo di altro tipo.

La presente stima si basa su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati nella prassi operativa, essendosi utilizzate le metodologie di

valutazione ritenute più appropriate rispetto al mandato conferito.

Il valore economico determinato nella presente perizia esprime un valore ragionevolmente attendibile, basandosi su criteri razionali, su formulazioni aventi un grado di obiettività ragionevolmente accettabile, nonché su considerazioni stabili nel tempo, ovvero non temporanee o provvisorie.

Profilo della Società e mercato di riferimento

Notizie circa la storia della Società e il mercato in cui la stessa opera sono state reperite sul sito www.adriaticaspa.it, dalla relazione effettuata dalla Gobid S.r.l., incaricata per la strategia promozionale e la gestione della vendita della azienda, nonché dalle pubblicazioni specializzate nel settore (quali “ANIE federazione”) e dai reports di Cribis relativi ad alcuni concorrenti diretti (Col Giovanni Paolo SpA, Boffetti Group, Imesa SpA, IME Quadri Due Stelle SpA, Icet Industrie SpA).

Elettromeccanica è una importante realtà aziendale italiana fondata nel 1962 per rispondere alle notevoli richieste di nuovi impianti elettrici a bassa tensione (BT) e media tensione (MT) per il rinnovamento di tutta la rete di distribuzione elettrica italiana in atto negli anni '60.

Il capitale sociale è suddiviso nella stessa percentuale tra la Sopren S.r.l., riconducibile alla famiglia Benigni, e la Renovare Holding S.r.l., riconducibile alla famiglia Rossi.

L'attività viene svolta in tre siti, due in Ascoli Piceno, zona industriale, ed il terzo in Abruzzo, località Civitella del Tronto.

Oggi opera nell'ambito della produzione di apparecchiature per la distribuzione di energia elettrica e nell'attività di montaggi

elettromeccanici di impianti per la distribuzione, trasmissione e produzione di energia, nonché nella realizzazione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili.

Nel tempo ha acquisito un *know how* tale da consentire la progettazione di componenti quali cabine di trasformazione, parziali o intere.

Elettromeccanica fornisce anche servizi di installazione e manutenzione delle apparecchiature.

Infatti la Società opera attraverso il “ramo industria”, rivolto alla progettazione, produzione e vendita di apparecchi in media tensione per cabine MT/BT, e il “ramo servizi”, che si occupa principalmente di appalti elettromeccanici e di progettazione, realizzazione e manutenzione di impianti idroelettrici.

Nell'ambito della realizzazione di impianti, l'azienda si è specializzata in linee di media tensione, sia aeree che in cavo, cabine primarie, sottostazioni fino a 380 KW, centrali di produzione di energia da fonte idroelettrica e termica, attività su piattaforme petrolifere offshore.

L'azienda ha conseguito numerose certificazioni (Qualità IO-Net, CSQ, ISO 9000, ISO 14000, ISO 18000), per rientrare negli standard richiesti dai principali clienti (Enel, Acea, Terna, Gruppo Endesa e numerose aziende municipalizzate locali).

Dati economici storici 2010 – 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Ricavi delle vendite e prestazioni	25.501.106	39.533.103	39.978.292	24.498.755	32.567.729
Variazione lavori in corso su ordinazione	1.863.615	625.465	- 2.561.818	227.534	2.116.004
Incrementi Imm.ni per lavori interni	50.830	43.498	559.679	71.659	-
Altri ricavi e proventi	164.488	368.683	371.740	375.451	323.393

<i>Valore della produzione</i>	27.580.039	40.570.749	38.347.893	25.173.399	35.007.126
Materie prime	- 13.909.819	- 20.340.768	- 19.087.376	- 10.740.096	- 15.741.778
Servizi	- 4.707.759	- 7.155.760	- 6.160.713	- 4.990.633	- 8.153.316
Godimento beni di terzi	- 467.003	- 495.245	- 388.860	- 344.362	- 457.014
Personale	- 5.015.392	- 5.328.638	- 4.986.587	- 5.140.170	- 5.651.228
Oneri diversi di gestione	- 93.053	- 161.646	- 178.276	- 327.499	- 269.049
<i>Totale costi della produzione</i>	- 24.193.026	- 33.482.057	- 30.801.812	- 21.542.760	- 30.272.385
EBITDA	3.387.013	7.088.692	7.546.081	3.630.639	4.734.741
Ammortamenti	- 474.238	- 508.237	- 494.793	- 511.894	- 529.581
Svalutazione crediti	- 53.174	- 91.666	- 97.662	- 362.494	-
EBIT	2.859.601	6.488.789	6.953.626	2.756.251	4.205.160
Proventi/(oneri) finanziari	- 73.299	3.581	32.042	317.003	114.381
Proventi/(oneri) straordinari	- 367.105	- 20.492	277.999	- 183.934	- 1
EBT	2.419.197	6.471.878	7.263.667	2.889.320	4.319.540
Imposte	- 1.094.644	- 2.364.475	- 2.418.598	- 1.219.492	- 1.613.396
Utile/(perdita) netto	1.324.553	4.107.403	4.845.069	1.669.828	2.706.144

L'andamento del fatturato nel quinquennio 2010 - 2014 è stato in progressivo aumento (nel 2009 il valore della produzione ammontava a euro 14.012.102), toccando il massimo nel biennio 2011 - 2012, in conseguenza della crescita del mercato del fotovoltaico, biennio in cui si è manifestato anche un cospicuo miglioramento della marginalità.

L'*EBITDA margin* passa dal 9,53% del 2009 al 19,68% del 2012, per assestarsi nei due anni successivi intorno al 14%, mantenendosi quindi su livelli più che soddisfacenti.

Sul lato dei costi, nel 2014 si nota un forte incremento delle spese per servizi e un aumento del costo del personale, confermato dall'andamento dell'organico, come risultante dalla documentazione fornita dalla Società relativa alla media degli occupati, comprensiva dei lavoratori

interinali, di seguito riportata:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (gen-set.)
DIRIGENTI	2	2	2	2	2	2
QUADRI	0	0	0	1	2	2
IMPIEGATI	27	28	29	28	28	27
OPERAI	77	94	79	82	89	81
APPRENDISTI	0	0	0	0	1	1
TOTALE	106	124	110	113	122	113
Media interinali	12	27	37	14	40	43
GLOBALE	118	151	147	127	162	156

La gestione finanziaria mostra generalmente un risultato positivo, in virtù del basso livello di indebitamento di Elettromeccanica.

Dati patrimoniali storici 2010 – 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni immateriali	607.463	405.102	297.125	186.564	74.179
Immobilizzazioni materiali	4.486.927	4.387.034	5.336.707	5.160.035	5.089.461
Immobilizzazioni finanziarie	143.485	128.485	128.485	19.883	11.620
<i>Totale immobilizzazioni</i>	<i>5.237.875</i>	<i>4.920.621</i>	<i>5.762.317</i>	<i>5.366.482</i>	<i>5.175.260</i>
Rimanenze	3.980.984	4.606.449	2.044.631	2.272.166	4.388.170
Crediti commerciali	13.167.404	18.122.589	19.275.857	9.936.246	11.649.054
Debiti commerciali	- 11.513.491	- 14.267.532	- 12.508.868	- 8.364.703	- 12.174.118
<i>Capitale circolante</i>	<i>5.634.897</i>	<i>8.461.506</i>	<i>8.811.620</i>	<i>3.843.709</i>	<i>3.863.106</i>
Altre attività / (passività) operative	- 776.781	- 2.640.140	- 2.166.443	- 2.032.311	- 353.544
<i>Capitale Circolante Netto</i>	<i>4.858.116</i>	<i>5.821.366</i>	<i>6.645.177</i>	<i>1.811.398</i>	<i>3.509.562</i>
Fondo T.F.R.	- 1.082.272	- 1.048.301	- 1.066.127	- 1.044.867	- 1.027.838
Fondo rischi ed oneri	- 250.650	- 334.250	- 417.850	- 351.367	- 434.743
<i>Capitale investito netto</i>	<i>8.763.069</i>	<i>9.359.436</i>	<i>10.923.517</i>	<i>5.781.646</i>	<i>7.222.241</i>

Patrimonio Netto	8.800.297	11.667.235	14.068.307	12.260.136	14.966.280
Disponibilità liquide	- 825.690	- 2.499.955	- 3.233.255	- 7.558.490	- 8.584.070
Debiti verso banche	788.462	192.156	88.465	1.080.000	840.031
<i>Posizione Finanziaria Netta</i>	- 37.228	- 2.307.799	- 3.144.790	- 6.478.490	- 7.744.039
<i>Totale Fonti</i>	8.763.069	9.359.436	10.923.517	5.781.646	7.222.241

Elettromeccanica risulta ben patrimonializzata. Nel 2014 il patrimonio netto, comprensivo degli utili maturati negli esercizi 2013 e 2014, destinati ad essere distribuiti, ammonta a quasi euro 15.000.000; esiguo risulta l'indebitamento verso il sistema bancario, mentre il capitale circolante netto si attesta oltre euro 3.500.000.

La posizione finanziaria netta, positiva in tutto il quinquennio 2010 – 2014, supera l'ammontare di euro 7.700.000.

Piano economico finanziario

La Società ha predisposto altresì un piano previsionale economico, finanziario e patrimoniale, partendo dalle informazioni fornite dall'Ing. Bruno Capriotti sulla proiezione delle attività progettuali, produttive ed impiantistiche nel periodo 2016 – 2018, con relative ipotesi di fatturato.

La proiezione, che si basa sulle attività in atto e su quelle prevedibilmente attuabili nel triennio 2016 - 2018 con una ipotesi sul possibile programma di investimenti, tiene conto dei seguenti fattori:

- ✓ il programma di investimenti è influenzato da diverse variabili, quali la volontà dell'investitore, la tipologia del programma, la disponibilità di risorse umane adeguate;
- ✓ lo stato attuale di messa in liquidazione non aiuta a prevedere scenari di ulteriore ottimismo;
- ✓ il periodo di instabilità ancora persistente.

D'altro lato il portafoglio ordini già acquisito, alcune previsioni di base e il carattere dinamico dell'azienda portano a far ritenere verosimilmente ipotizzabile la situazione previsionale di seguito esposta.

L'analisi è stata effettuata individuando per ciascun seguente settore aziendale il ragionevole fatturato medio annuo, avuto riguardo alla produzione già in atto e alla ipotesi di nuove gare:

- a) settore scomparti ed apparecchiature MT con isolamento in SF6, quadri MT tipo bipiano ed IMS a cerniera motorizzati;
- b) settore quadristica BT;
- c) settore impiantistica elettromeccanica;
- d) divisione idroelettrica,

con la seguente previsione di fatturato:

	scomparti - MT	quadristica BT	impiantistica	idroelettrica	totale
anno 2016	17.000.000	2.000.000	3.500.000	4.000.000	26.500.000
anno 2017	18.500.000	2.500.000	4.000.000	4.500.000	29.500.000
anno 2018	20.500.000	2.500.000	4.000.000	5.500.000	32.500.000

e) settore tecnico e progettazione: è quello con maggiore impatto di investimento per la realizzazione di nuovi prodotti, con una previsione di investimento medio di circa euro 1.000.000.

Partendo dalle ipotesi di fatturato così individuate, è stato conseguentemente sviluppato dalla Società il piano pluriennale economico, patrimoniale e finanziario, relativo al periodo 2015 – 2018, agli atti, che si fonda sulle seguenti assunzioni:

- non vengono ipotizzati investimenti nel sistema produttivo atti ad aumentare la marginalità dei prodotti futuri riducendo i costi variabili

e/o i costi del personale;

- non vengono fatte ipotesi di ristrutturazione aziendale;
- non vengono considerati costi relativi alla progettazione e costruzione di nuove centrali idroelettriche;
- i ricavi si basano sulle valutazioni dell'Ing. Capriotti (la cui relazione è anch'essa agli atti della Società); per la MT le valutazioni prendono come riferimento il prezzo di vendita ENEL;
- i costi variabili delle divisioni impiantistica, BT ed idroelettrico sono stimati in base ad una percentuale storica, mentre i costi della divisione industria sono calcolati per ogni singolo prodotto;
- per quanto riguarda il costo degli interinali è stato attribuito ai servizi (impiantistica ed idroelettrico) il peso medio mentre non è stato attribuito alcun costo all'industria;
- anche per i costi del personale si è fatto riferimento ai due settori: per l'industria si è considerato il numero di scomparti annuo da produrre e il tempo medio di produzione unitario, calcolando così il fabbisogno di ore dirette necessarie; per i servizi si è considerato il peso percentuale dei costi del personale diretto sul valore della produzione medio. Il tutto è stato decurtato del premio di produzione;
- per le rimanenze si è fatto riferimento ai giorni medi di giacenza per ciascun settore;
- i costi fissi, fatta la media degli ultimi anni, sono stati mantenuti costanti salvo un aumento dello 0,5% per tenere conto della inflazione;
- nel conto economico e patrimoniale si è tenuto conto di un livello di

investimenti costante nel triennio di euro 700.000/anno¹;

- sono stati previsti tempi medi di incasso di 95 giorni e di pagamento di 110 giorni;
- distribuzione nel corso del 2016 dei dividendi maturati nel 2013 e 2014 oltre a quelli in via di definizione nel 2015.

Esplicate le assunzioni di base, di seguito si espongono i principali dati previsionali per il periodo 2015 – 2018, elaborati a seguito dello sviluppo delle stesse:

	2015	2016	2017	2018
capitale investito netto	10.724.994	10.687.187	11.327.737	12.099.314
posizione finanziaria netta	- 7.316.494	- 987.450	- 2.055.297	- 3.367.859
patrimonio netto (*)	18.041.488	11.674.638	13.383.034	15.467.173
valore della produzione totale	34.306.643	27.079.513	31.781.265	34.582.005
EBITDA	5.012.391	2.140.604	3.299.955	3.987.684
EBIT	4.482.810	1.471.023	2.490.374	3.038.103
NOPLAT	3.075.208	1.009.122	1.708.397	2.084.139

La media aritmetica dei risultati desumibili dal conto economico previsionale per il periodo 2015 - 2018 ammonta a euro 1.969.216, inferiore alla redditività media del quinquennio precedente che si attesta a euro 2.930.599.

Nonostante una previsione in ribasso, la società dimostra comunque capacità oggettiva di produrre utili consistenti: detta diminuzione è verosimilmente dovuta alla minore espansione del mercato del fotovoltaico,

¹ Come riferito dalla Società, si tratta dei nuovi investimenti nel triennio, che sommati ad una previsione di investimento costante negli anni di euro 300.000, riconduce all'importo di euro 1.000.000 di cui alla precedente lettera e).

nonché al criterio prudenziale adottato dal management nella predisposizione dei piani.

A tale proposito, la migliore dottrina² riferisce che in caso di aspettative improntate alla cautela *“il management fissa obiettivi inferiori a quelli nei quali crede, poiché in tal modo si garantisce il successo del Piano; oppure e più semplicemente, pone delimitazioni prudenziali, per contenere i rischi di nuovi sviluppi, di eccessivi investimenti in beni immateriali, di nuove acquisizioni, e così via”*.

I criteri di valutazione (considerazioni generali)

La valutazione economica di una azienda è una attività che richiede la conoscenza del business della società, l'analisi dettagliata della storicità dei risultati economici e patrimoniali conseguiti, la scelta e l'applicazione operativa di metodologie di valutazione, nonché la disponibilità di valutazioni economiche, patrimoniali e finanziarie ragionevolmente attendibili predisposte dalla direzione.

Ciò premesso, il presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione teorica più appropriata in relazione alle finalità perseguite ed alla realtà specifica dell'azienda che ne è oggetto.

È noto che le metodologie per valutare un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri, generalmente accettati dagli operatori, che si differenziano a seconda della rilevanza dei diversi aspetti tipizzanti l'azienda, tenendo conto sia dei flussi finanziari, sia del reddito, sia del patrimonio; ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di carattere patrimoniale – reddituale.

² Luigi Guatri: “Trattato sulla valutazione di aziende” - Egea

Di seguito, una disamina dei principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi allo scopo di individuarne i profili di compatibilità con le caratteristiche della fattispecie in esame.

Il *metodo finanziario* identifica il valore di una azienda con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'azienda stessa sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso tale da assicurare una adeguata remunerazione delle risorse impiegate.

Tale metodo rispecchia la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

I metodi finanziari richiedono evidentemente una accurata previsione, non solo in termini di risultati economici futuri, bensì anche di politiche d'investimento e di indebitamento aziendale. L'ambito di applicazione del metodo in esame, pertanto, può essere circoscritto ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

Peraltro, tra i metodi finanziari, il più utilizzato ed accreditato dalle moderne teorie aziendalistiche che correlano il valore dell'azienda alla capacità di quest'ultima di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore, è il Discounted Cash Flow (DCF), il cui momento di maggiore criticità è senza dubbio costituito dalle difficoltà insite nella determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità di tale modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

In ipotesi "unlevered" (al lordo della struttura finanziaria), il valore di un'azienda è costituito dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa

operativi netti che la stessa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC); solitamente esiste un periodo di previsione analitica dei flussi attesi a breve termine ed un valore finale corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica.

Il ***metodo patrimoniale*** consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali si distingue tra metodi patrimoniali semplici, nei quali non sono considerati i beni immateriali, e metodi patrimoniali complessi, che considerano, viceversa, anche i beni immateriali, allorquando si ritenga che i medesimi concorrano alla formazione del valore.

La valutazione di un'azienda con il *metodo patrimoniale semplice* richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte,

differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce comunque un'informazione importante, quantomeno per un confronto.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, vengono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino viene valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di rimpiazzare quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e resa. Una volta stimato il costo di ricostruzione a nuovo si deve procedere ad una serie di rettifiche atte a riflettere il deperimento fisico, l'obsolescenza tecnologica e quella funzionale;
- i crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, attualizzando eventuali crediti/debiti a lunga scadenza, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;

- le partecipazioni in altre società vengono valutate con una diversa metodologia a seconda che si tratti di società controllate o non controllate. Nel primo caso vengono, di norma, valutate quale parte integrante della controllante attraverso lo strumento del bilancio consolidato. Nel secondo caso in presenza di società quotate si fa riferimento alle quotazioni di mercato, oppure, negli altri casi, al loro patrimonio netto rettificato;
- per i fondi accesi alle spese future, al trattamento di fine rapporto ed a passività potenziali ne viene valutata la congruità e la pertinenza.

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

I beni immateriali vengono definiti dalla dottrina aziendale come quell'insieme di risorse basate sulle informazioni di cui le imprese sono dotate. Le informazioni possono essere sia interne che esterne all'impresa: un classico esempio di informazioni interne è costituito dal *know how* tecnologico, mentre un esempio di informazioni esterne è costituito dalla stima e reputazione di cui l'impresa gode nell'ambito del proprio settore di appartenenza.

Per affrontare in modo razionale la stima del valore dei beni immateriali, si deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume il requisito della trasferibilità. Per poter essere oggetto di valorizzazione, il bene immateriale deve poter essere estraibile dall'azienda in cui si è formato e cedibile. Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali.

La valutazione con il *metodo reddituale* può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario.

I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni dello stesso rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo.

Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

R = è il reddito normale atteso;

i = è il tasso di remunerazione.

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

R = è il reddito normale atteso;

$a_{\overline{n}|i}$ = è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.

La previsione dei redditi da capitalizzare (*reddito normale atteso*) può fondarsi essenzialmente su quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Naturalmente il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato e che i dati possano inoltre essere stati influenzati da politiche di bilancio.

Il reddito che compare nella formula è definito come "normale atteso", si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;

- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.

Nell'ipotesi in cui si abbiano a disposizione i redditi attesi anno per anno, la formula potrà essere riscritta come:

$$W = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

con il vantaggio di tenere in considerazione l'evoluzione temporale dei redditi. Naturalmente il metodo è significativo esclusivamente qualora le previsioni dei redditi futuri siano ragionevolmente plausibili.

La determinazione del *tasso di remunerazione* costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale: da un lato è infatti necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato.

Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio.

In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio.

Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in una azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;
- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Un altro elemento rilevante nella determinazione del tasso di remunerazione è l'inflazione, al punto che può risultare indispensabile, in determinati periodi storici, l'adozione di alcune misure di cautela.

Sarà pertanto opportuno che i tassi siano omogenei rispetto ai redditi oggetto di capitalizzazione, cioè che siano assunti al netto dell'inflazione nella stessa misura in cui i redditi dimostrano di sfuggirvi.

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi (*arco temporale di riferimento*) è un problema estremamente delicato che spesso per semplicità viene risolto considerando la vita dell'azienda come illimitata.

Questo approccio viene anche giustificato dal fatto che l'abbattimento dei valori causato dalla progressione esponenziale dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata.

Questa ipotesi tuttavia non può essere accettata in quanto è chiaro che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito.

Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettive di cui può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua dei suoi impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/negoziale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni.

Una delle critiche rivolte ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituali è quella di offrire, nella maggior parte delle situazioni, una visione parziale

dell'azienda oggetto del processo valutativo.

Il limite degli approcci patrimoniali è rinvenibile nel fatto che gli stessi molto spesso non rispecchiano il ragionamento economico dell'investitore, reale o potenziale, il quale rivolge principalmente la sua attenzione alla redditività futura dell'investimento ed ai ritorni finanziari che ne potrebbero derivare. Da quest'ultimo punto di vista, il valore dell'azienda dipende non tanto dalle risorse a disposizione, quanto dalla capacità di utilizzare proficuamente tali risorse.

Il limite degli approcci reddituali sta nelle incertezze e nelle difficoltà insite nella determinazione del reddito medio normale prospettico e del tasso di capitalizzazione, quale espressione della remunerazione del mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e di rischio. La prassi professionale ha quindi sviluppato **metodi di valutazione cosiddetti misti** con il chiaro obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse peculiarità aziendali.

I metodi misti hanno infatti la caratteristica di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, così da conciliare la maggiore obiettività del metodo patrimoniale con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Tra i diversi metodi misti elaborati il più diffuso e significativo è rappresentato dal *metodo misto con stima autonoma dell'avviamento*, che attuando una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di

obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

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

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

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

Capitalizzazione limitata del sovrareddito:

$$W = K + a_{-n} i' (R - i K)$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico;

$a_{-n} i'$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di "n" anni al tasso "i";

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

i' = tasso di attualizzazione.

Il fondamento teorico su cui si basa tale metodo (detto anche diretto o analitico) è il seguente: il valore di cessione di un'azienda è dato dalla somma dei singoli valori del capitale ceduto e dell'avviamento attribuito; il valore dell'avviamento è dato dalla capitalizzazione a valore attuale del sovrareddito, inteso come differenza tra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale investito.

Il *metodo dei multipli* di borsa consiste nello stimare il valore corrente teorico dell'azienda oggetto di valutazione considerando le indicazioni espresse dal mercato relativamente ad un campione di società quotate, aventi un profilo di business ad essa assimilabile.

L'obiettivo del metodo, definito come "valutazione relativa", è, quindi, quello di determinare in via analogica il valore di un'azienda.

Questo metodo è rappresentato dal rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

L'approccio alla base del criterio dei multipli è quello secondo cui il mercato nel complesso e quindi nella media dei prezzi che esprime, è efficiente. Ovviamente la valutazione perderà di potenza e di affidabilità laddove il campione selezionato non sia omogeneo all'azienda oggetto di valutazione.

Un campione formato da società appartenenti al medesimo settore ed al mercato di quotazione domestico conduce a risultati indubbiamente migliori; purtroppo questa situazione si verifica raramente in Italia, dove i mercati sono ancora poco sviluppati.

Applicare un multiplo significa compiere una valutazione relativa e come

tale caratterizzata dal rischio di liquidità o meglio di illiquidità che inevitabilmente ne consegue quando si applica questo criterio ad una PMI non quotata (non pubblica)³.

Il limite del metodo in esame risiede sia nell'individuazione delle società analoghe per attività svolta, che nella volatilità dei risultati che ne derivano, in conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa.

Inoltre, lo scarso sviluppo dei mercati domestici determina una minore propensione e fiducia da parte dei professionisti nell'utilizzo di un metodo, quale quello dei multipli, legato in modo indissolubile ai mercati, costituendo questi la fonte principale dei dati per l'impiego del criterio.

In virtù di tali considerazioni i metodi dei multipli risultano principalmente utilizzati quali metodi di controllo.

Valutazione del capitale economico di Elettromeccanica: scelta dei metodi di valutazione

La scelta del metodo di valutazione da adottare deve essere effettuata alla luce delle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Sul piano metodologico l'azienda è considerata in ipotesi di continuità aziendale e gestionale, effettuando la valutazione sulla base di previsioni ragionevolmente ipotizzabili ed escludendo dall'analisi eventi di natura straordinaria.

Sulla base delle indicazioni ricavate dalla più autorevole dottrina e considerando le caratteristiche dell'azienda oggetto della presente valutazione, la rilevanza degli elementi patrimoniali e la necessità di tenere

³ Aswath Damodaran: "Valutazione delle aziende" - Maggioli

in considerazione anche l'aspetto reddituale, si è giudicato opportuno fare uso del “**metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento**”, nella sua alternativa di capitalizzazione limitata del profitto, vale a dire:

$$W = K + a_{-n} i' (R - i K)$$

I parametri di cui sopra sono stati scelti sulla base delle considerazioni che seguono.

Patrimonio netto rettificato

La Società ha messo a disposizione del valutatore una situazione “consolidata” alla data del 29/6/2015 e una situazione provvisoria al 31/12/2015. Nel prospetto che seguirà la scrivente ha messo a confronto le due situazioni patrimoniali, per verificare se si siano manifestati scostamenti importanti nel secondo semestre. La terza colonna riporta le rettifiche apportate dal valutatore ai valori attivi e passivi al 31/12/2015, per addivenire al patrimonio netto rettificato, risultante nella quarta colonna.

Dall'esame dei dati al 29/6/2015 e al 31/12/2015 si traggono le seguenti considerazioni.

Il patrimonio netto contabile di Elettromeccanica al 29/6/2015 ammonta a euro 19.174.600, al lordo dell'utile del periodo 1/1 – 29/6/2015 di euro 4.208.320, nonché degli utili formati negli esercizi 2013 e 2014, pari a complessivi euro 4.375.971, appostati alla voce “azionisti c/dividendi” in data 19/10/2015, dopo lo svolgimento della assemblea che ha approvato entrambi i bilanci di esercizio.

Nel secondo semestre 2015 l'attivo diminuisce di circa euro 4.500.000 in conseguenza essenzialmente dell'incasso di crediti e della riduzione del

valore delle rimanenze; al contempo, il passivo si riduce di circa euro 4.700.000 (tenuto conto dell'appostamento, tra i debiti, degli utili 2013 e 2014 destinati alla distribuzione) per effetto prevalentemente del pagamento dei fornitori, dei dipendenti e dell'erario.

In buona sostanza il patrimonio netto contabile al 29/6/2015, data da cui ha inizio la procedura di liquidazione della Società, ricalca sostanzialmente quello esistente al 31/12/2015, data di riferimento della presente perizia.

Il "patrimonio netto rettificato" è stato ottenuto considerando il valore corrente delle immobilizzazioni tecniche che, in relazione a tutti i beni mobili ed immobili di proprietà, è stato desunto da apposite perizie tecnico valutative. Dal momento che nessun tipo di valutazione è richiesto per i beni di natura finanziaria (cassa, banche, clienti, fornitori, altri crediti e debiti) e che si ha motivo di ritenere che vi sia stata una corretta applicazione dei principi contabili per le ragioni esposte nei paragrafi precedenti, i valori diversi dalle immobilizzazioni materiali sono stati assunti in base ai dati contabili, salvo quanto ulteriormente emerso nel corso della valutazione (ad es. credito per agevolazione L. 488/92).

La revisione contabile viene omessa poiché la situazione contabile al 29/6/2015 è stata revisionata, come pure i bilanci relativi agli esercizi 2013 e 2014. Si è perciò presa visione della relazione della società di revisione, incaricata dal Liquidatore, tenuto in debito conto che le regole di certificazione, che in parte si ispirano a norme e principi giuridico-formali e di tipo puramente contabile, possono non coincidere con le regole sostanziali di verifica ai fini di valutazione dell'azienda.

Il valore del *patrimonio netto rettificato* ("K") alla data del 31/12/2015

emerge dal prospetto che segue, nel quale vengono evidenziate le rettifiche alla situazione contabile di riferimento, illustrate di seguito:

ATTIVO	Valore al 29/6/2015	Valore al 31/12/2015	Rettifiche	Valore Rettificato
Costi di ricerca e sviluppo	17.587	5.562	- 5.562	-
Concessioni, licenze e marchi	18.355	12.208	- 12.208	-
Altre immobilizzazioni immateriali	10.651	6.000	- 6.000	-
<i>Immobilizzazioni Immateriali</i>	<i>46.593</i>	<i>23.771</i>		-
Terreni e fabbricati	3.909.256	3.839.418	2.142.582	5.982.000
Centrali idroelettriche	449.535	417.536	-	417.536
Impianti e macchinari (generici)	324.295	289.403	1.150.247	1.439.650
Impianto fotovoltaico	-	-	12.420	12.420
Attrezzature industriali e commerciali	163.381	155.361	623.909	779.270
Automezzi	58.758	50.279	218.221	268.500
Mobili e arredi	51.627	41.022	40.828	81.850
Macchine da ufficio	37.831	30.470	34.630	65.100
Beni in leasing	-	-	168.720	168.720
<i>Immobilizzazioni Materiali</i>	<i>4.994.683</i>	<i>4.823.490</i>		<i>9.215.047</i>
Partecipazioni	11.620	11.620	- 11.620	-
Crediti per contributi c/investimenti	-	-	216.719	216.719
Depositi cauzionali su concessioni idro	17.371	17.371		17.371
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	<i>28.991</i>	<i>28.991</i>		<i>234.090</i>
Rimanenze materie prime	1.678.825	2.008.084		2.008.084
Rimanenze lavori in corso	1.866.831	1.312.500		1.312.500
Rimanenze semilavorati	3.460.214	3.031.610		3.031.610
Rimanenze prodotti finiti	598.484	778.018		778.018
<i>Rimanenze lavori in corso</i>	<i>7.604.354</i>	<i>7.130.211</i>		<i>7.130.211</i>
Clienti	12.762.434	8.809.055		8.809.055

Crediti diversi	105.192	178.729		178.729
Crediti erariali	288.145	124.925		124.925
Crediti per imposte anticipate	107.261	107.261		107.261
<i>Attivo circolante</i>	<i>20.867.386</i>	<i>16.350.181</i>		<i>16.350.181</i>
Banche	10.164.852	10.513.212		10.513.212
Cassa	2.739	1.420		1.420
<i>Disponibilità liquide</i>	<i>10.167.591</i>	<i>10.514.632</i>		<i>10.514.632</i>
<i>Risconti attivi</i>	<i>193.125</i>	<i>47.980</i>		<i>47.980</i>
<i>Totale Attivo</i>	<i>36.298.369</i>	<i>31.789.044</i>	<i>4.572.885</i>	<i>36.361.930</i>
PASSIVO	Valore al 29/6/2015	Valore al 31/12/2015	Rettifiche	Valore Rettificato
T.F.R.	938.833	977.833		977.833
T.F.M.	257.767	257.767		257.767
Fondo rischi	226.226	226.226		226.226
Debiti a m/l termine	840.000	600.000		600.000
Clienti c/anticipi	774.638	1.010.139		1.010.139
Fornitori	9.978.441	7.013.617		7.013.617
Debiti v/dipendenti	816.746	199.833		199.833
Debiti v/enti previdenziali	222.371	286.752		286.752
Debiti v/erario	3.001.897	1.582.118	685.933	2.268.050
Altri debiti	66.851	4.430.606	4.521.669	8.952.274
Ratei passivi	-	172.177		172.177
<i>Totale Passivo</i>	<i>17.123.769</i>	<i>16.757.067</i>	<i>5.207.601</i>	<i>21.964.668</i>
<i>Patrimonio Netto</i>	<i>14.966.280</i>	<i>10.590.309</i>		<i>10.590.309</i>
Risultato di periodo	4.208.320	4.441.669	- 4.441.669	3.806.953
<i>Totale a pareggio</i>	<i>36.298.369</i>	<i>31.789.044</i>		<i>36.361.930</i>

Immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali, che afferiscono a software, marchi ed

altro, vengono azzerate tenuto conto dell'esiguità del valore rappresentato e dalla mancanza di informazioni ricevute circa la loro effettiva trasferibilità ed utilità futura.

Terreni e fabbricati

Per la valutazione del compendio immobiliare la scrivente si è avvalsa della collaborazione del geom. Andrea Frati, al quale è stato conferito l'incarico di stimare il più probabile valore di mercato dell'insieme degli immobili a destinazione produttiva e terziaria di proprietà di Elettromeccanica.

Il valore contabile dei terreni e fabbricati, pari a euro 3.839.418 è stato sostituito con le risultanze della stima prodotta, di complessivi euro 5.982.000.

Gli immobili sono ubicati in tre siti:

- a Marino del Tronto (AP), ove si trova la sede della Società, insiste il fabbricato industriale adibito a reparto produttivo con area uffici al piano terra e primo; la palazzina uffici posizionata al centro del complesso industriale, comprendente un'unità abitativa ed un'area accettazione materie prime; un capannone industriale adibito a reparto produttivo; due particelle di terreno facenti parte della corte esterna;
- ad Ascoli Piceno, località Castagneti, è ubicato un fabbricato industriale adibito a magazzino, comprendente un'unità abitativa ed un locale a destinazione commerciale;
- a Civitella del Tronto (TE), frazione Villa Lempa, si trova un fabbricato industriale adibito a reparto produttivo al piano terra, con uffici al piano primo e abitazione del custode, nonché sei particelle di terreno.

La stima è stata effettuata col metodo sintetico comparativo diretto, che

consiste nella determinazione del valore per confronto con beni simili per tipologia, dimensione, posizione e grado di manutenzione. Tale metodo è utilizzabile quando non esiste un campione significativo di prezzi di transazioni di beni omogenei e analoghi dai quali poter ricavare un valore medio in termini statistici, ma solo un ipotetico bene di riferimento simile.

Tramite la ponderazione delle caratteristiche estrinseche ed intrinseche dell'immobile da valutare, riguardanti essenzialmente l'ubicazione, le condizioni di manutenzione, la tipologia, il grado di finitura e le dimensioni del bene, si determina il valore unitario dell'immobile. Tale metodo, secondo quanto riferito dal perito, viene ritenuto il più idoneo nella stima di fabbricati produttivi nell'ipotesi di continuità della produzione.

Si riepilogano di seguito i valori di stima, con rinvio per ogni ulteriore dettaglio, alla perizia tecnica agli atti della Società:

Ascoli Piceno - località Marino del Tronto			4.028.000
fabbricato industriale	mq.	3.950	1.346.000
corte	mq.	3.100	
palazzina uffici	mq.	2.420	1.063.000
corte	mq.	900	
capannone industriale	mq.	4.800	1.583.000
corte	mq.	4.700	
particelle di terreno	mq.	1.210	36.000
Ascoli Piceno - località Castagneti			190.000
fabbricato industriale	mq.	1.805	190.000
corte	mq.	5.000	
Civitella del Tronto - frazione Villa Lempa			1.764.000
fabbricato industriale	mq.	3.930	1.764.000
corte	mq.	6.250	
particelle di terreno	mq.	872	-
Totale terreni e fabbricati			5.982.000

Detti valori sono stati recepiti dalla scrivente nella determinazione del patrimonio netto rettificato in sostituzione del corrispondente valore

contabile.

Centrali idroelettriche

L'Ing. Fabrizio Cicconi, dipendente della Società, ha predisposto la valutazione delle centrali e dei progetti idroelettrici di E.A.

La problematica attinente tali centrali è piuttosto complessa anche in virtù delle particolari normative che disciplinano la materia.

La Società è titolare (Produttore) di una centrale idroelettrica ad acqua fluente riattivata in Calabria, denominata del "Cino", in esercizio dal 14/12/2012. Per un periodo di 15 anni, fino al 14/1/2028, viene riconosciuta una tariffa onnicomprensiva (TO), unica fonte di remunerazione sino al termine del periodo di incentivazione. Successivamente, rimane la possibilità di valorizzare l'energia elettrica prodotta, alle condizioni economiche previste dall'art. 13 del D.Lgs. n. 387/03.

In base alla previsione della produzione media e della TO vengono determinati i ricavi di produzione che, al netto della stima delle royalties riconosciute al Consorzio di Bonifica e dei costi di gestione e manutenzione, conducono ad un MOL (EBITDA) di euro 411.063 nel 2015.

La valorizzazione della centrale del Cino è stata ottenuta moltiplicando per 11 anni il MOL, quantificandola perciò in euro 4.224.942.

E.A. è inoltre titolare (Soggetto Responsabile) di alcuni progetti a vario livello di iter autorizzativo in itinere, tutti ad acqua fluente, così valorizzati dal predetto Ing. Cicconi:

– Galatrella – oscilla da un valore di euro 330.500, se viene confermata dal GSE la priorità acquisita in graduatoria dei registri, a zero, se esclusa dal GSE;

- Ferro 1 – allo stato attuale, con esclusione di iscrizione ai registri IDRO_RG2014, viene valorizzato euro 102.500; non valutabile l'ipotesi di rientrare in posizione utile in un prossimo registro;
 - Ferro 2 - allo stato attuale, con esclusione di iscrizione ai registri IDRO_RG2014, viene valorizzato euro 88.500; non valutabile l'ipotesi di rientrare in posizione utile in un prossimo registro;
 - Sagittario – anche per il progetto Sagittario, non essendo in posizione utile nei registri IDRO_RG2014, il valore sarebbe pari ad un anno di MOL (euro 152.000); ma nel caso specifico il ritorno dell'investimento è troppo lungo, per cui non sostenibile economicamente. Se invece rientrasse in posizione utile nel prossimo registro il valore assurgerebbe a euro 711.000.
- L'aspetto fondamentale delle centrali in argomento riguarda la possibilità di trasferimento della titolarità. Infatti l'iscrizione ai registri è cedibile ai terzi "solo successivamente alla data di entrata in esercizio dell'impianto" (art. 10 c. 7 D.M. 6/7/2012) e, ad oggi, solo la centrale idroelettrica del Cino è entrata in funzione.

Le procedure applicative del GSE confermano che è vietata qualunque modalità di trasferimento a terzi dell'iscrizione al Registro nonché dell'impianto iscritto, ad eccezione della cessione effettuata a seguito della sua entrata in esercizio e dell'ammissione agli incentivi da parte del GSE.

Pertanto, come sancito dalle predette procedure applicative, "il divieto riguarda la cessione, in qualsiasi forma, dell'impianto ad altre società (...) ivi incluse operazioni di fusione, scissione, conferimento o trasferimento di azienda o ramo di azienda, che abbiano l'effetto di modificare la titolarità dell'impianto. Non rientra nell'ambito del divieto la cessione del capitale

sociale, parziale o totale, della società intestataria dell'iscrizione (...)"

Quindi diverso peso avranno i progetti in itinere, a seconda che alla presente valutazione, effettuata al fine di porre in vendita la Società, faccia seguito una cessione di azienda, cui consegue il cambio della soggettività giuridica, o una cessione di quote.

Con riferimento alla centrale del Cino, liberamente trasferibile, si è già riferito circa la valutazione di euro 4.224.942 effettuata dall'Ing. Cicconi.

Al fine di considerare l'incidenza delle centrali idroelettriche sulla valutazione di Elettromeccanica, vi è la possibilità di utilizzare alternativamente il metodo patrimoniale ovvero il metodo reddituale.

Nel primo caso si inserisce tra le attività (rettifica del patrimonio netto) il valore delle centrali, determinato dall'Ing. Cicconi in euro 4.225.000, eliminando però al contempo dal reddito prospettico la relativa redditività attesa, individuata in circa euro 400.000.

Nel secondo caso si privilegia invece l'aspetto reddituale, conservando nel budget economico 2015 – 2018 il valore dei ricavi attesi, inseriti sotto la voce "ricavi energia produzione propria".

Si è proceduto quindi ad effettuare una simulazione al fine di verificare l'incidenza dell'utilizzo dell'uno o dell'altro criterio, riscontrando che la valutazione complessiva di E.A. non subisce modifiche di rilievo.

Di conseguenza si è optato per non apportare modifiche al budget predisposto dalla Società, non intervenendo con rettifiche sul patrimonio e valorizzando l'aspetto reddituale delle centrali idroelettriche.

Impianti, macchinari, attrezzature e altri beni materiali

Elettromeccanica ha dato incarico a società esterne di effettuare la

ricognizione fisica dei beni materiali mobili e loro successiva valutazione.

Il valore contabile delle attività materiali, fatta esclusione per i beni immobili, oggetto di ulteriore specifica valutazione, è stato sostituito con le risultanze della stima prodotta dalla Società Italiana Valutazioni S.r.l. (S.It.Val.), avente come data di riferimento il 30/11/2015.

La valutazione è stata effettuata avendo come obiettivo “la stima del Valore Attuale in Uso (VAU) delle immobilizzazioni tecniche in un’ottica patrimoniale, in relazione cioè alla consistenza, alle caratteristiche, alla capacità produttiva e alla vita residua, ipotizzando un loro futuro impiego nell’attuale contesto produttivo”.

Per quanto concerne il principio valutativo, S.It.Val. è ricorso al “metodo comparativo” o del mercato, per gli automezzi targati, basato sul confronto tra il bene in oggetto ed altri simili recentemente oggetto di compravendita o correntemente offerti sullo stesso mercato; al “metodo del costo” per gli altri beni, basato sul costo che si verrebbe a sostenere per sostituire o rimpiazzare un bene con uno nuovo avente le medesime caratteristiche ed utilità di quello considerato, ridotto per tenere conto del deperimento derivante da diversi fattori, quali il deterioramento fisico e l’eventuale obsolescenza tecnologica/funzionale.

Le immobilizzazioni tecniche sono state così stimate in base al VAU:

beni da inventario CENSIT	euro	2.013.590
beni in leasing da inventario CENSIT	euro	78.720
altri beni	euro	633.200
automezzi targati in leasing	euro	90.000

Detti valori sono stati recepiti dalla scrivente nella determinazione del

patrimonio netto rettificato in sostituzione dei corrispondenti valori contabili.

Quanto ai beni in leasing, si è utilizzato il criterio finanziario inserendo all'attivo il valore di stima dei cespiti così come indicato da S.It.Val., pari a complessivi euro 168.720, e al passivo il residuo debito per canoni a scadere e prezzo di riscatto. La scrivente non ha ottenuto dalla Società informazioni circa il valore attuale dei canoni a scadere al 31/12/2015; tenuto conto che, come riferito, non sono stati effettuati nuovi investimenti, il valore residuo dei beni in leasing è stato desunto dal bilancio al 31/12/2014, con riferimento ai contratti di leasing in vigore, prudenzialmente determinato in euro 80.000.

Immobilizzazioni finanziarie

Le immobilizzazioni finanziarie si riferiscono alla partecipazione nella società Syngeco Group scarl, con una quota del 32% iscritta a bilancio per euro 10.320 e nel Consorzio Conelex con la quota del 7,2%, iscritta per euro 1.300.

In base alle informazioni ricevute dalla Società, la Syngeco Group è da tempo inattiva mentre del Consorzio non si è mai ricevuto un bilancio; considerato il modesto ammontare delle partecipazioni, la scrivente ritiene di azzerare il valore delle immobilizzazioni finanziarie.

Crediti per contributi c/investimenti

Le attività sono state integrate con la voce in questione. Si tratta di una agevolazione finanziaria ex L. 488/92 che era stata concessa alla Società per euro 230.054, poi revocata e quindi ripristinata a seguito di sentenza del Consiglio di Stato n. 40/2011 del 10/1/2011. Il 17/9/2013 il Ministero dello

Sviluppo Economico ha trasmesso ad Elettromeccanica il decreto di ripristino delle agevolazioni, in ottemperanza alla prefata sentenza, da cui si evince che la Banca concessionaria, nel confermare l'agevolabilità della iniziativa, proponeva di concedere in via definitiva un contributo pari a euro 216.719.

Altri debiti

Gli utili maturati negli anni 2013 e 2014, appostati al patrimonio netto nella situazione contabile al 29/6/2015 per complessivi euro 4.375.971, sono allocati sotto la voce "altri debiti" nella successiva situazione contabile al 31/12/2015. Ciò in conseguenza della proposta avanzata dal Liquidatore in data 1/10/2015 "di ripartire agli azionisti l'intero risultato di esercizio (...), in proporzione alle quote di capitale sociale possedute così come previsto dall'art. 32.3 lettera b) dello statuto sociale".

Poiché in base alle informazioni ricevute (confermate nel rendiconto finanziario previsionale 2015 – 2018) la volontà dei soci è di distribuire interamente gli utili conseguiti, al fine di addivenire al patrimonio netto rettificato la voce "altri debiti" è stata aumentata dell'utile 2015 di euro 4.441.669, con corrispondente diminuzione del "patrimonio netto".

Tra gli "altri debiti" è stato appostato inoltre il valore attuale del debito dei canoni di leasing a scadere al 31/12/2015, stimato in euro 80.000.

Nessuna rettifica di valore si ritiene debba essere effettuata sulle altre poste costituenti l'attivo, sia perché trattasi di valori numerari (siano essi certi o presunti), sia perché, come detto, la situazione contabile al 29/6/2015 è stata revisionata da parte della società Auditing Italia S.r.l. e, come sopra riferito, non emergono discordanze con la successiva situazione al 31/12/2015.

Per lo stesso motivo si ritiene di non apportare rettifiche ai valori del passivo.

Il problema degli oneri fiscali latenti

Le plusvalenze rilevate in sede di applicazione del presente metodo vengono in genere ridotte per tener conto dei carichi fiscali latenti. Si tratta di oneri potenziali, così come potenziali sono le plusvalenze cui si riferiscono.

È tuttavia indispensabile evidenziare tali elementi correttivi dal momento che, all'atto dell'eventuale realizzazione dei valori positivi (anche determinati come somma algebrica di plusvalenze e minusvalenze), insorge in modo automatico, e con preciso rapporto di causa – effetto (anche se in genere con effetto ulteriormente differito), l'obbligo di sopportare oneri fiscali.

Tuttavia nella pratica realizzazione del calcolo si è per prassi portati a considerare il carico fiscale in base ad aliquote non piene ma ridotte, dato che nella grande maggioranza dei casi il carico fiscale potenziale può ottenere varie possibili riduzioni, subordinatamente al differimento del carico tributario nel tempo ed alla possibilità (sempre teorica) di fruire di benefici e agevolazioni (risparmi fiscali; imposizioni sostitutive; tassazioni differenziate, ad esempio per riserve non tassate; provvedimenti di rivalutazione monetaria). L'attenuazione inoltre del gravame fiscale risulta in funzione del fatto che il presunto realizzo della plusvalenza solitamente non si profila in tempi rapidi e nemmeno ravvicinati, ovvero è del tutto eventuale⁴.

Ai fini valutativi, le riduzioni da apportare alle aliquote piene degli oneri

⁴Daniele Balducci : “La valutazione dell'azienda” – Ed. FAG 2009

fiscali potenziali sono da studiare caso per caso con riferimento alle specifiche situazioni considerate. Nella pratica tali riduzioni sono comunque comprese tra 1/2 e 2/3 dell'aliquota piena.

Nella presente relazione di stima si è ritenuto opportuno e congruo inserire carichi fiscali sulle plusvalenze latenti ad aliquota ridotta pari al 15%, tenuto anche conto dell'andamento tendenzialmente decrescente dell'imposizione fiscale .

Patrimonio netto rettificato (“K”):

Patrimonio netto contabile	10.590.309
Totale rettifiche nette	<u>3.806.953</u>
Patrimonio netto rettificato	14.397.262

Reddito medio prospettico

Tenuto conto dell'andamento reddituale passato e previsionale, il *reddito medio prospettico* è stato determinato utilizzando una combinazione del metodo dei “risultati storici” e quello dei “risultati programmati”.

Con il metodo dei risultati storici è stata calcolata la media aritmetica dei redditi netti conseguiti dalla Società negli esercizi compresi tra il 2010 e il 2014, come da prospetto di cui alle pagg. 6 e 7, ammontante a euro 2.930.599.

Detta media risente dei risultati fortemente positivi degli anni 2011 e 2012, conseguenti ad un volume di ricavi e ad una marginalità sensibilmente più elevati rispetto agli altri esercizi presi in esame.

Il metodo dei risultati programmati si basa sui dati previsionali interni dell'azienda rilevabili dai piani previsionali pluriennali. Condizione essenziale è che i piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e

dimostrabili, anche nel quadro di sviluppo del settore.

In particolare occorre che la programmazione sia costruita sulla base di ipotesi giudicate “normali”, vale a dire che non si propongano obiettivi troppo ambiziosi, che siano identificabili i “fattori-chiave” che danno fondamento alla previsione (ad esempio la prevedibile evoluzione della domanda complessiva per il settore) e che le assunzioni del piano siano formalizzate in un documento approvato dal management⁵.

Il reddito medio prospettico determinato con il metodo dei risultati programmati conduce ad un valore medio di euro 1.969.216.

Dalla combinazione dei risultati ottenuti sulla base dei due criteri analizzati, si ritiene ragionevole determinare il **reddito medio prospettico in euro 2.500.000.**

Ciò in quanto il reddito medio ottenuto sulla base del metodo dei risultati storici va depurato dalla “straordinarietà” dei risultati conseguiti negli esercizi 2011 e 2012; al contempo il reddito medio ottenuto sulla base del metodo dei risultati programmati va ricondotto ad una “normalità”, depurata dalla prudenza utilizzata dal management nella elaborazione del piano pluriennale, come confermato dal risultato conseguito nell’esercizio 2015.

La scelta del tasso

Le stime attinenti ai tassi (costo del capitale) rappresentano un passaggio fondamentale del processo valutativo, la cui importanza spesso non è secondaria alle stime dei flussi attesi⁶.

Il costo del capitale non è una misura oggettiva fornita dal mercato ma una stima complessa e articolata, non esente da scelte discrezionali. Il costo del

⁵ Luigi Guatri: “Trattato sulla valutazione di aziende” - Egea

⁶ Luigi Guatri – Mauro Bini: “Nuovo Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 239 - Egea

capitale deve essere determinato in modo “coerente” rispetto ai flussi attesi: l’incertezza può essere trattata sia scontando flussi di risultato più contenuti ma più certi, sia utilizzando flussi più incerti incrementando il tasso di attualizzazione⁷.

Un problema che a lungo ci si è posti è se il tasso *normale di rendimento*, proprio del procedimento misto, dovesse coincidere o meno con il tasso di *attualizzazione*⁸: il metodo “U.E.C.” (raccomandato dall’Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers) riteneva coincidenti detti tassi.

Il Guatri ritiene invece che essi vadano distinti, indipendentemente dal fatto che il rendimento normale si riferisca al settore piuttosto che all’impresa specifica: in quest’ultimo caso, sarà più basso per le imprese meno rischiose e viceversa.

Ritengono invece altri studiosi⁹ che l’impostazione che quantifica “ $i > i$ ” è sicuramente maggioritaria, partendo dall’ipotesi che l’azienda è soggetta ad un rischio di “discontinuità ambientale” per cui, per qualunque motivo e da un momento all’altro, può cessare la “produzione” dei risultati. Inoltre, il rischio di conservare un sovrareddito è più elevato di quello di mantenere costante una situazione di redditività per cui il grado di incertezza è sicuramente maggiore.

Tasso di remunerazione

Il *tasso di remunerazione* (i), da applicare al patrimonio netto rettificato (K) esprime il tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento

⁷ Luigi Guatri – Mauro Bini: “Nuovo Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 240 - Egea

⁸ Luigi Guatri: “Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 286- Egea

⁹ Daniele Balducci : “La valutazione dell’azienda” pag. 286 – Ed. FAG 2009

considerato, ovvero determina la remunerazione ordinaria o soddisfacente del capitale. Esso esprime il saggio di rendimento richiesto da un generico investitore, detentore di un portafoglio diversificato, per investire nella specifica realtà aziendale oggetto di analisi.

Si tratta del tasso che consente di determinare la misura del reddito differenziale: esso pertanto non può che essere il costo del capitale (c.o.e.) per l'impresa specifica¹⁰.

Si può esprimere con la formula:

$$i = rf + \beta * rp$$

che individua i seguenti fattori:

- *rf* è il *risk free rate* ovvero la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- β è il coefficiente di rischio specifico proprio del settore;
- *rp* esprime il premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato ed è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari ed il rendimento dei titoli privi di rischio. Si può definire come *market risk premium* (MRP) ovvero l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

Per il primo si considera il tasso del 1,2%, rappresentato dal rendimento reale offerto dai titoli di Stato, la cui componente di aleatorietà è quasi nulla. Si è preso in considerazione (anche in relazione all'orizzonte temporale determinato) il rendimento medio del BTP decennale, scadenza marzo 2026 (fonte Sole 24 Ore del 30/3/2016), calcolato con riferimento alla data di valutazione e della stesura della presente relazione.

¹⁰ Luigi Guatri – Mauro Bini: “Nuovo Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 604 - Egea

Detto tasso viene depurato dalla componente inflazionistica, che si stima pari a 1% in linea con le stime dell'inflazione attesa¹¹, desunte da organismi istituzionali.

Altra questione legata al tasso è se esso vada assunto al netto o al lordo delle imposte; oggi può ritenersi risolta nel senso che non si deve tener conto dell'incidenza fiscale, come precisato dal principio contabile internazionale IAS n. 36, il quale prevede al paragrafo 55 che il tasso di attualizzazione utilizzato sia al lordo delle imposte.

Quanto al secondo fattore, ovvero il premio per il rischio, bisogna scomporre il premio per il maggior rendimento atteso dall'investitore, che impiega le sue risorse in una attività o investimento rischioso, sulla base del prodotto fra il premio per il rischio del mercato azionario e il coefficiente Beta (β).

Quanto al MRP, nel caso in esame, la struttura e i risultati dell'azienda e la ormai consolidata presenza sul mercato inducono a stimare un livello di rischiosità del 5%, entro il valore determinato per l'Italia in questo specifico settore dagli studiosi (fonte Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin – IESE Business School: “Market Risk Premium (MRP) used for 41 countries in 2015”).

Il β indica il coefficiente di volatilità dei rendimenti di un campione di titoli quotati di imprese operanti nello stesso settore. Data la difficoltà di stima del β specifico di E.A., poiché azienda non quotata nei mercati regolamentati, è prassi ovviare a tale difficoltà con l'approssimazione del valore del β con quello medio del settore. A tal fine si è fatto riferimento ai

¹¹ Fonte MEF – aggiornato a Ottobre 2015, tasso di inflazione programmato 2016 (1,0) e 2017 (1,5)

Beta di settore aggiornati al gennaio 2016, pari a circa 1,15 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

Si giunge così alla determinazione del tasso di remunerazione per il rischio di impresa del 5,75% ($5\% * 1,15$).

Il tasso di remunerazione complessivo ammonta pertanto al **5,95%** così determinato:

tasso di investimento privo di rischio	1,20%
correzione della componente inflazionistica	(-) 1,00%
premio per il rischio di impresa	5,75%
tasso di remunerazione	5,95%

Tasso di attualizzazione

In riferimento, infine, all'assunzione del *tasso (i') di attualizzazione* del reddito differenziale, da applicarsi cioè al sovrareddito, nella storia del modello misto patrimoniale-reddituale la scelta è stata a lungo in bilico tra:

- il puro compenso finanziario nel tempo, cioè il tasso senza rischio;
- la somma del tasso senza rischio e dell'ERP (premio per il rischio azionario), quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente Beta.

A queste due ipotesi si possono aggiungere le seguenti¹²:

- tasso di attualizzazione valido per la specifica impresa (modello americano);
- tasso particolarmente elevato poiché deve scontare il rischio peculiare di cessazione del sovrareddito (UEC).

La soluzione preferibile oscilla comunque tra le prime due; pur risultando convincente la seconda (somma del tasso di rischio e ERP) “*non si può*

¹² Luigi Guatri: “Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 287- Egea

escludere il dubbio che i rischi d'impresa entrino due volte nel calcolo: cioè sia in "i" sia in "i'".

La scelta finale dipende soprattutto dal segno del reddito differenziale: a quelli positivi corrisponde la seconda¹³.

Nel caso specifico di E.A. si è già osservato come la Società sia dotata di buona struttura patrimoniale, economica e finanziaria. Dalle previsioni, ancorché prudenziali, emerge un reddito medio atteso superiore al rendimento del puro investimento patrimoniale e quindi un reddito differenziale positivo: pertanto, il tasso di attualizzazione si assume pari al tasso di remunerazione.

Arco temporale di riferimento

La grandezza "n", ovvero la durata della correzione reddituale, rappresenta un elemento di fondamentale importanza, anche per gli effetti che la stessa determina sulla stima complessiva.

Come osservato dalla migliore dottrina¹⁴ *"nell'impostazione originale del metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma del goodwill la definizione di n è la base stessa del procedimento, che si fonda su di una limitata durata del profitto, in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.*

È evidente la natura prudentiale di tale atteggiamento, che dovrebbe portare ad una valutazione per difetto del goodwill. Perciò, secondo la prassi un tempo più diffusa, n poteva variare tra 3 e 5 anni. Nel tempo l'evoluzione concettuale che il metodo ha seguito, con l'abbandono della

¹³ Luigi Guatri – Mauro Bini: "Nuovo Trattato sulla valutazione di aziende" pag. 604 - Egea

¹⁴ Luigi Guatri: "Trattato sulla valutazione di aziende" - Egea

necessaria prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita agli aspetti reddituali, ha condotto ad una sostanziale revisione di tali indicazioni.

Per aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli previsioni e attese possono spingersi in là nel tempo, i valori di n possono giungere a 10 anni”.

In tal caso occorre peraltro ponderare attentamente le *assumptions* accolte nella previsione, secondo le regole generali: in presenza di ipotesi “forti” il risultato esprime infatti un valore potenziale¹⁵.

Così ancora osserva altra parte della dottrina¹⁶: *“Una valutazione a durata indefinita è chiaramente inattendibile; (...). Solo per aziende con redditività stabile e altissima è congruo stimare tendenzialmente la prevedibile durata in otto-dieci anni. Aziende stabili e con redditività alta hanno una prevedibile durata di cinque-otto anni”.*

In considerazione di quanto riferito e tenuto conto della propensione dell’azienda a produrre stabilmente redditi, anche significativi, per ciò che attiene al numero di anni (n) durante i quali si valuta possa durare l’idoneità dell’azienda a produrre una corrente di reddito nella misura stimata, si ritiene verosimile in relazione al mercato in cui la stessa opera di considerare un arco temporale di **8 anni**.

¹⁵ Luigi Guatri – Mauro Bini: “Nuovo Trattato sulla valutazione di aziende” pag. 240 - Egea

¹⁶ Daniele Balducci: “La valutazione dell’azienda” – Edizioni FAG Milano

Valutazione del capitale economico di Elettromeccanica Adriatica S.p.A.

Patrimonio netto rettificato (a)	14.397.262
Reddito medio prospettico (b)	2.500.000
Tasso di remunerazione (c)	5,95%
Remunerazione normale del patrimonio (d) = (a x c)	856.637
Sovrareddito da capitalizzare (s) = (b - d)	1.643.363
Tasso di attualizzazione	5,95%
Avviamento (h) = (s x 6,2221)	10.225.169
Valore effettivo (W) = (a + h)	24.622.430

A riprova del risultato ottenuto con il metodo misto patrimoniale-reddituale, la scrivente ha sviluppato ulteriori criteri di valutazione.

Metodo finanziario

Nel metodo di valutazione finanziario assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o residuo dell'azienda al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa. Il valore residuo rappresenta, infatti, il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e va anch'esso attualizzato alla data della valutazione.

In base alla metodologia più seguita, il valore terminale (TV ovvero *Terminal Value*) viene stimato con il modello della crescita costante del flusso di cassa, che, individuato un flusso di cassa "normale" (ovvero rappresentante un anno standard senza avvenimenti eccezionali), sostenibile in perpetuo, lo attualizza con il Wacc, costo medio ponderato del capitale.

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

dove:

EV = valore di mercato del patrimonio netto o equity;

FCFF i = flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

TV (Terminal Value) = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi operativi relativi agli anni da n+1 in poi (relativi cioè al periodo successivo a quello di esplicita previsione).

Per determinare il valore di Elettromeccanica con il metodo DCF è stata sviluppata la formula sopra descritta sulla base dei dati forniti dalla Società relativamente al rendiconto finanziario previsionale per il periodo 2016 – 2018, applicando il tasso di attualizzazione determinato con riferimento al metodo misto. Pertanto il valore dell'azienda, dato dalla somma del *Terminal Value* al 2019 e dalla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati per il periodo 2016 – 2018 (tasso di attualizzazione 5,95%, “n” pari a 3 anni) ammonta ad euro 27.852.761, come da seguente prospetto:

		2016	2017	2018	2019
FCFF		830.928	851.847	1.096.562	1.796.562
Valore terminale (TV)	30.194.319				
Somma dei DFCFF	2.465.120				
WACC	5,95%				
VA del valore terminale	25.387.642				
Entreprise value (V)	27.852.761				

Metodo dei multipli di mercato

Con funzione di controllo, sono state sviluppate due ulteriori valutazioni basate sul metodo dei multipli di mercato. A tal fine si è proceduto alla determinazione del campione di riferimento, tenuto conto che risulta fondamentale l'affinità tra le società incluse nel campione stesso.

Si è fatto riferimento al sito Damodaran¹⁷, considerando i dati aggiornati al gennaio 2016 e come settore di appartenenza "Electrical Equipment" che raccoglie un campione di 120 aziende.

I principali multipli utilizzati nella valutazione d'azienda sono i seguenti:

- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- P/E: rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/SALES: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

La scrivente ha ritenuto opportuno ricorrere preliminarmente al multiplo EV/SALES; ciò in quanto, con riferimento alle grandezze fondamentali di tipo economico delle aziende del campione, si osserva che quanto più la misura di *performance* si colloca nella parte alta del conto economico, ossia più si avvicina al fatturato, meno risente delle politiche di bilancio. Al contrario quanto più in basso ci si colloca nel conto economico, avvicinandosi al risultato netto, tanto più si riflettono le politiche adottate dalle società che entrano nel *panel*.

Il multiplo EV/SALES utilizzato ai fini della presente stima è pari a 1,79, al quale viene applicato uno sconto del 30%, per tenere conto della minore

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

liquidità delle azioni di una società non quotata rispetto a società comparabili, quotate su mercati regolamentati (fonte Damodaran).

Si è quindi proceduto a determinare la corrispondente grandezza della società a cui applicare il multiplo, al fine di determinarne il valore.

Il valore medio dei ricavi della serie storica (2010 - 2014) e della serie previsionale (2015 - 2018) è di circa euro 31.500.000, valore che può essere ricondotto nel più prudentiale ammontare di euro 30.000.000, in linea con i ricavi prospettici.

<i>Valore medio delle vendite</i>	30.000.000
<i>Multipli EV/SALES</i>	1,79
<i>Sconto liquidità</i>	30%
<i>Multipli EV/SALES scontato</i>	1,25
<i>Enterprise Value</i>	37.590.000

L'indice EV/SALES non tiene in considerazione la struttura dei costi aziendali; infatti imprese con analogo livello di fatturato potrebbero presentare marginalità molto differenti per il diverso peso dei costi di gestione.

Per tali ragioni, nella prassi degli operatori è sovente impiegato il multiplo EV/EBITDA che rapporta il valore alla generazione lorda di cassa di un'azienda, rappresentando una sorta di indice di recupero finanziario del prezzo pagato nell'acquisizione.

Tale multiplo è dato dal rapporto tra il valore di una società e il margine operativo lordo (EBITDA), dato quest'ultimo che consente di verificare se la società realizza un'eccedenza di profitti dalla gestione ordinaria.

Il multiplo EV/EBITDA utilizzato ai fini della presente stima è pari a 9,87,

al quale viene applicato uno sconto del 30%, per tenere conto della minore liquidità delle azioni di una società non quotata rispetto a società comparabili, quotate su mercati regolamentati (fonte Damodaran).

Si è quindi proceduto a determinare la corrispondente grandezza della società a cui applicare il multiplo, al fine di determinarne il valore, ottenendo un EBITDA medio per il periodo della serie previsionale (2015 - 2018) pari a euro 3.610.158.

<i>EBITDA medio</i>	3.610.158
<i>Multipli EV/EBITDA</i>	9,87
<i>Sconto liquidità</i>	30%
<i>Multipli EV/EBITDA scontato</i>	6,91
<i>Enterprise Value</i>	24.942.582

Il criterio dei multipli, utilizzato come metodo di controllo, avvalora, con i limiti propri di un metodo empirico/relativo, il risultato ottenuto con il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Conclusioni

Sulla scorta dei risultati ottenuti sviluppando diversi metodi di valutazione è ragionevole attribuire al capitale economico della società "Elettromeccanica Adriatica S.p.A." alla data del 31 dicembre 2015 un valore di **euro 26.000.000**, risultante dalla media dei metodi di valutazione misto patrimoniale-reddituale e finanziario.

Il metodo dei multipli di mercato, utilizzato come metodo di controllo, conferma sostanzialmente la valutazione ottenuta.

Si ribadisce che la valutazione si basa su dati ed informazioni forniti

esclusivamente dalla Società. Poiché le stime predisposte dalla scrivente hanno preso a riferimento anche dati di natura previsionale, il valore economico ottenuto dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi assunte da Elettromeccanica Adriatica S.p.A.

Con osservanza.

Ancona, 16 aprile 2016

In fede

Dott.ssa Caterina Del Gobbo

