

STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

**AGGIORNAMENTO DELLA RELAZIONE DI STIMA,
AI SENSI DELL'ART. 2343-TER, COMMA 2, LETT. B),
DEL CODICE CIVILE, DEL VALORE ECONOMICO DEL
CAPITALE SOCIALE DELLA
“DISMISSIONI IMMOBILIARI S.R.L.”**

Prof. Dott. Raffaele Marcello

Giugno 2023



The image shows a handwritten signature in black ink at the bottom left. To its right is a circular professional stamp in blue ink. The stamp contains the text "DOTTORI COMMERCIALISTI" around the top edge and "Raffaele Marcello" in the center. The signature "Raffaele" is written in blue ink over the stamp.

Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

Sommario

1. Premessa.....	3
1.1 Profilo professionale del valutatore.....	4
1.2 Indipendenza del valutatore	4
2. Oggetto dell’incarico.....	5
3. Data di riferimento	5
4. Svolgimento dell’incarico	5
5. Documenti, dati e fonti utilizzati	6
6. La situazione economico-patrimoniale al 31/03/2023	7
7. Le metodologie di valutazione applicate e confermate	8
7.1 Scenario e parametri utilizzati	8
7.2 Metodo di valutazione Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)	9
7.3 Metodo di valutazione reddituale	13
8. Attestazione del valore del capitale	15



Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

1. Premessa

Il sottoscritto **Prof. Dott. Raffaele Marcello**, dottore commercialista (iscritto al n. 591 dell’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale di Santa Maria Capua Vetere) e revisore legale (iscritto al n. 35072 del Registro dei Revisori Legali tenuto presso il Mef),

premessato che

ha ricevuto, da parte della Invest S.p.a. con sede in Roma (RM) alla Via Giuseppe Pisanelli n. 4, l’incarico di predisporre un aggiornamento della relazione di stima del valore economico del 100% delle quote della “Dismissioni Immobiliari s.r.l.” (di seguito *Dismissioni Immobiliari* o anche la “Società”), con sede in Roma (RM) alla Via Giuseppe Pisanelli n.4, cap. 00196, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. RM-1466630, Codice Fiscale e P. Iva 13703131006, già oggetto di stima da parte del sottoscritto, con Relazione (in seguito anche “Relazione di stima”) del 15/05/2023 (verbale di giuramento del 15/05/2023, repertorio 96810 per atto notaio Antonio Decimo), che qui si intende integralmente richiamata (Cfr. Allegato A)

depositata

l’aggiornamento della relazione di stima¹, procedendo all’esposizione dei fatti e delle argomentazioni di seguito riportati.

¹ Nella prassi professionale, in tali circostanze, si è soliti riferirsi ad una *fairness opinion* relativa alla congruità di valori già attestati: “A differenza della valutazione l’obiettivo della *fairness opinion* non è quello di assegnare un valore ad un’attività ma di esprimere un giudizio di congruità dal punto di vista finanziario di un prezzo. La *fairness opinion* indica che il prezzo di una specifica attività è congruo nel contesto della specifica operazione e nel momento in cui la *fairness opinion* viene rilasciata, ma non indica che tale prezzo sia il migliore prezzo possibile né che sia l’unico prezzo assegnabile alla attività né che sia un prezzo ottenibile anche in altri contesti in futuro. ...”. Cfr. PIV, Principi Italiani di Valutazione, Milano, 2015, paragrafo III.1.5.



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

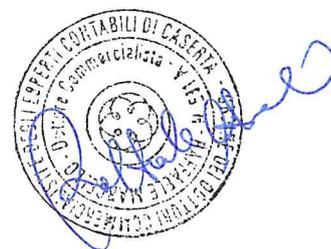
1.1 Profilo professionale del valutatore

Come richiesto dai Principi Italiani di Valutazione 2015 e dal secondo comma dell'art. 2343-ter del codice civile, per le informazioni tese ad apprezzare l'adeguata e comprovata professionalità dell'esperto incaricato si rimanda a quanto già riportato nella precedente relazione di stima.

1.2 Indipendenza del valutatore

Il sottoscritto, anche ai fini del rispetto delle condizioni di indipendenza previste dal richiamato art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del codice civile, conferma:

- di essere indipendente dalla società e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la società e/o i suoi beni;
- di non essere legato al committente, né ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sulla committente, né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima.



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

2. Oggetto dell'incarico

Lo scopo della presente relazione è l'aggiornamento della stima alla data del 31/03/2023, dell'intero capitale della "Dismissioni Immobiliari s.r.l.", ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile.

Il sottoscritto redige l'aggiornamento della Relazione confermando, come meglio precisato anche nel seguito, di essere indipendente e di possedere tutti i requisiti personali e professionali richiesti dalla legge per l'espletamento di simili incarichi.

3. Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore dei componenti oggetto dell'aggiornamento della valutazione, ci si è riferiti alla data del 31/03/2023. I valori ed i parametri assunti nelle diverse metodologie applicate sono stati determinati in base ai dati forniti dalla Società.

Ai fini della presente analisi il sottoscritto ha avuto assicurazione da parte del *Management* circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

4. Svolgimento dell'incarico

Il sottoscritto ha ottenuto le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione offerta dalla Società.

L'incarico è soggetto alle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni, futuri, straordinari o inattesi (mutamenti fiscali, catastrofi, disordini politici, nazionalizzazioni, nuove regolamentazioni di settore, ecc.);
- l'incarico ricevuto non prevedeva lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

- di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nei bilanci stessi;
- non si esprime, di conseguenza, se non nei limiti di quanto richiamato espressamente in questa sede e dell'oggetto dell'incarico, alcun giudizio circa l'accuratezza o la completezza dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici della conferente;
 - la valutazione è limitata agli elementi indicati ed esclude verifiche della sussistenza di eventuali passività potenziali;
 - le condizioni dell'incarico sono tali per cui non è, allo stato, previsto alcun aggiornamento dei risultati ottenuti in relazione ad eventi o informazioni resi disponibili successivamente al completamento del lavoro;
 - la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico";
 - il sottoscritto dichiara inoltre che il presente incarico sarà realizzato secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015 (PIV), cui attesta piena adesione;
 - il sottoscritto dichiara di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico, così come richiesto dal PIV II.2.5 e PIV II.2.6;
 - il sottoscritto, nel compimento del presente incarico, dichiara di aderire al "*Code of Ethical Principles for Professional Valuer*" dell'IVSC (International Valuation Standard Council).

5. Documenti, dati e fonti utilizzati

In particolare, il sottoscritto ha consultato (fermo restando quanto già riportato nella precedente relazione) la seguente ulteriore documentazione:

- Situazione economico-patrimoniale della Dismissioni Immobiliari s.r.l. al 31/03/2023.



A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized loop followed by a horizontal line.

Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

6. La situazione economico-patrimoniale al 31/03/2023

Di seguito sono riportati i dati di sintesi della situazione economico-patrimoniale della Società aggiornata alla data del 31/03/2023.

Conto Economico	31.03.2023
<i>Valore della produzione</i>	304.061,00 €
<i>Costi della produzione</i>	274.992,00 €
<i>EBIT</i>	29.069,00 €
<i>Oneri e proventi finanziari</i>	- 3.419,00 €
<i>Imposte</i>	- €
<i>Utile di periodo</i>	25.650,00 €
Stato Patrimoniale	31.03.2023
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	28.956,00 €
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	9.288,00 €
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	56.400,00 €
<i>Magazzino</i>	117.712,00 €
<i>Crediti verso clienti</i>	148.667,00 €
<i>Crediti tributari</i>	188.478,00 €
<i>Altri crediti</i>	63.730,00 €
<i>Attività finanziarie non immobilizzazioni</i>	78.149,00 €
<i>Disponibilità liquide</i>	544.669,00 €
<i>Risconti attivi</i>	5.127,00 €
Totale Attività	1.241.176,00 €
<i>Patrimonio netto</i>	397.650,00 €
<i>Debiti per TFR</i>	33.625,00 €
<i>Debiti verso Banche</i>	480.930,00 €
<i>Debiti verso fornitori</i>	254.401,00 €
<i>Debiti tributari</i>	17.465,00 €
<i>Debiti previdenziali</i>	9.097,00 €
<i>Altri debiti</i>	48.008,00 €
Totale Passività	1.241.176,00 €



Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

L’analisi della situazione economico-patrimoniale al 31/03/2023 conferma quanto già riportato nella precedente relazione di stima, sia rispetto ai dati prospettici, sia con riferimento alle metodologie di valutazione applicate che per agevolare la lettura si ripropongono anche nel presente aggiornamento.

7. Le metodologie di valutazione applicate e confermate

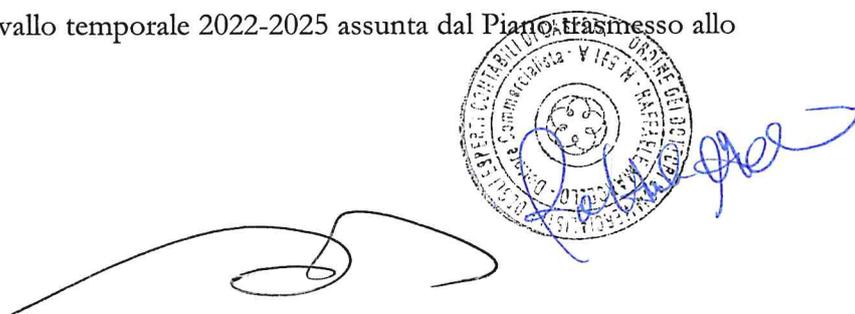
La classificazione della Società tra quelle di servizi ha inciso sulla scelta dei metodi da impiegare, privilegiando, rispetto a quelli basati sul patrimonio, altri informati alle aspettative economico e finanziarie. Infatti, in questa tipologia di aziende:

- la capacità di produrre flussi economici o finanziari dipende, in larga misura, dall’organizzazione e dal know how aziendale;
- il patrimonio ha un ruolo secondario nel processo di creazione del valore;
- i componenti patrimoniali sono privi di autonomo valore o lo stesso, ove determinabile con sufficiente attendibilità, assume scarsa significatività, prevalendo i vincoli di interdipendenza tra i vari fattori produttivi.

Pertanto, è stato privilegiato l’*Unlevered Discounted Cash Flow Method*, facendo altresì ricorso, a fini prudenziali, al valore risultante dall’applicazione del *Metodo reddituale complesso*.

7.1 Scenario e parametri utilizzati

I metodi di valutazione impiegati hanno richiesto la preventiva determinazione dei flussi economici e finanziari previsti per gli esercizi successivi alla data di riferimento della valutazione e per l’esercizio a regime. A tal fine, è stato possibile utilizzare il metodo dei risultati programmati, che fa riferimento ai risultati economici previsti nel Piano predisposto dall’azienda oggetto di valutazione; in particolare, si è fatto riferimento alla dinamica reddituale prospettica per l’intervallo temporale 2022-2025 assunta dal Piano trasmesso allo



A handwritten signature in blue ink is written over a circular stamp. The stamp contains the text 'DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI' and 'STUDIO MARCELLO' around a central emblem. The signature is a cursive scribble.

Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

scrivente. Tuttavia, per accentuare l’affidabilità dei valori attesi negli esercizi futuri (2024 e 2025) ed anche a fini prudenziali, si è preferito rettificare i valori attesi per il tasso di crescita storico del settore di riferimento, identificato secondo avvertita dottrina² nel **2,39% (due virgola trentanove per cento)**. Tale abbattimento riflette un approccio prudentiale, volto a catturare circostanze varie, difficilmente prevedibili, quali ad esempio l’insorgenza di possibili scenari futuri, tra cui una minore redditività del ramo, un aumento del rischio o l’incidenza di possibili accantonamenti e svalutazioni.

7.2 Metodo di valutazione Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)

Si è fatto ricorso ad una metodica di tipo finanziario che determina il valore economico del capitale in base al valore attuale dei *free cash flow* (al lordo degli oneri finanziari) generati in futuro, attualizzati ad un tasso che consideri il premio per il rischio connesso ad un determinato *business*.

Il valore economico del capitale è quindi espresso dalla formula:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCF_k}{(1 + WACC)^k} + HV - NFP$$

dove:

W	Valore economico del capitale
NFP	Posizione finanziaria netta
FCF _k	Flusso di cassa disponibile nell’anno K
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
N	Periodo esplicito (3 anni)
HV	Valore residuale (<i>Horizon</i> o <i>Terminal Value</i>)

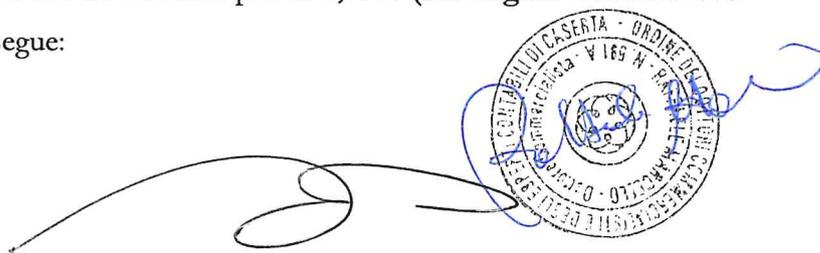
² Fonte: Damodaran.

Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

L'applicazione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) ha comportato il ricorso ad alcune ulteriori assunzioni ed ipotesi operative, di seguito illustrate:

- nella determinazione dei flussi di cassa, le previsioni finanziarie si sono basate su quelle elaborate nel richiamato Piano per il periodo 2022 – 2025. Come richiamato di sopra, i valori attesi per gli esercizi futuri (2024 e 2025) sono stati prudenzialmente rettificati per il tasso di crescita storico del settore Real Estate (Service and Operations), pari al 2,39%. Inoltre, nel calcolo dei flussi di reddito per l'esercizio 2023, sono stati considerati i flussi di reddito conseguiti, ovvero a partire dal 3° trimestre del 2023;
- sono stati esclusi costi non monetari (p.e. ammortamenti ed accantonamenti) che, non dando luogo ad uscite, non influenzano i flussi finanziari;
- per il calcolo della variazione annua del C.C.N., si è fatto riferimento all'incidenza del C.C.N. sul reddito operativo prevista dal *Business Plan*. Questo valore è stato, in seguito, applicato ai valori reddituali previsti per calcolare il valore annuo del C.C.N.;
- nella determinazione del valore economico del capitale, il valore della Posizione Finanziaria Netta è stato desunto dal *Business Plan* per l'esercizio 2022. Nello specifico, la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, nella misura di - €/000 146, in quanto il valore delle disponibilità liquide eccede quello delle passività finanziarie;
- per quanto riguarda il calcolo del *Terminal Value*, si è prudenzialmente assunto un reddito operativo a regime pari al reddito operativo conseguito nel 2025, ovvero €/000 584. In particolare, si è assunto che a regime gli ammortamenti siano pari agli investimenti previsti dal piano e che il C.C.N. rimanga costante;
- per le imposte si è supposto il pagamento nell'anno. Nel calcolo delle imposte, è stata applicata un'aliquota IRES pari al 24% più un'aliquota IRAP del 4,82% per la Regione Lazio.

Dato che la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, si è assunto che il WACC coincida con il costo del capitale di rischio (*cost of equity*). In linea generale, il tasso applicato per l'attualizzazione dei flussi è risultato pari al **6,79%** (sei virgola settantanove per cento), determinato come segue:



Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

COST OF EQUITY	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate</i>	0,65%
<i>Market Risk-Premium</i>	7,85%
<i>Additional Risk-Premium</i>	3%
<hr/>	
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	6,79%

I criteri alla base dei valori riportati nel prospetto di sopra sono illustrati di seguito:

- il coefficiente (beta) è stato individuato in linea con i criteri dettati nel *Capital Asset Pricing Model*. Il valore per il settore *Real Estate (Service and Operations)*. Dato che la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, non si è reso necessario rettificare tale valore per la struttura patrimoniale della Società;
- il rischio relativo del mercato è mediamente indicato per quello italiano nella misura del 7,85% (sette virgola ottantacinque per cento)³, tuttavia, nel calcolo si è prudenzialmente preferito esprimere un’ulteriore maggiorazione pari al 3% (tre per cento) in linea con i profili di rischio specifici dell’azienda (p.e. dismissioni, liquidabilità, etc.);
- il *Risk Free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento lordo dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a tre anni alla data di riferimento (3,07%)⁴. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel breve periodo a 2,40 %⁵, si determina un *net risk free rate* pari allo 0,65%.

Inoltre, data la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime, si è preferito adoperare attualizzare il *Terminal Value* ad un tasso che ne rifletta più accuratamente i profili di rischio. In particolare, il *WACC* applicato per l’attualizzazione del valore residuale è pari al **10,66% (dieci virgola sessantasei per cento)** e determinato come segue:

³ Tale valore risulta dalla media aritmetica del *market risk premium* riportato rispettivamente da Damodaran e Fernandez et al., (2022) *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 95 countries in 2022*.

⁴ Fonte: Ministero dell’Economia e delle Finanze.

⁵ Fonte: European Central Bank, HICP Inflation Forecasts (2022q4).

Aggiornamento della relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

COST OF EQUITY Terminal Value	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate</i>	2,52%
<i>Market Risk-Premium</i>	7,85%
<i>Additional Risk-Premium</i>	5%
<hr/>	
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	10,66%

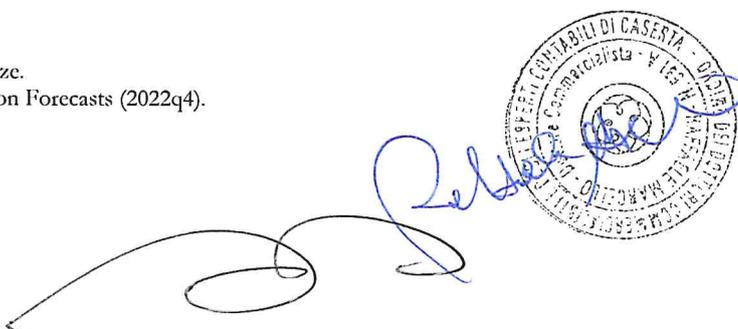
Di seguito, sono riportate le maggiori differenze rispetto ai i criteri adoperati in precedenza:

- si è prudenzialmente preferito esprimere un’ulteriore maggiorazione del rischio pari al 5% (cinque per cento) in linea sia con i profili di rischio specifici dell’azienda sia con la maggiore incertezza nella stima dei flussi a regime;
- il *Risk Free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento lordo dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a trenta anni alla data di riferimento (4,78%)⁶. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel lungo periodo al 2,20%⁷, si determina un *net risk free rate* pari al 2,52%.

Attualizzando dunque i flussi di cassa a regime (€/000 416) al predetto tasso del 10,66%, si determina un valore del *Terminal Value* pari a €/000 3.901. La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti tramite l’utilizzo dell’UDCF:

⁶ Fonte: Ministero dell’Economia e delle Finanze.

⁷ Fonte: European Central Bank, HICP Inflation Forecasts (2022q4).



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

	2023	2024	2025	Terminal Value
<i>EBIT</i>	402.840,98 €	567.846,96 €	584.484,87 €	584.484,87 €
<i>EBIT al netto delle imposte</i>	286.742,21 €	404.193,46 €	416.036,33 €	416.036,33 €
<i>Ammortamenti e accantonamenti</i>	13.351,77 €	26.667,55 €	29.317,43 €	- €
<i>CAPEX</i>	4.932,11 €	- €	- €	- €
<i>Variazione CCN</i>	281.505,17 €	- 41.681,46 €	- 66.307,77 €	- €
<i>Flussi di cassa</i>	13.656,70 €	472.542,47 €	511.661,53 €	3.901.147,00 €
<i>Flussi di cassa attualizzati</i>	12.787,86 €	414.328,42 €	420.086,37 €	3.202.935,06 €
<i>Enterprise Value</i>	4.050.137,70 €			
<i>PFN</i>	146.068,38 €			
<i>Valore patrimonio netto</i>	4.196.206,08 €			

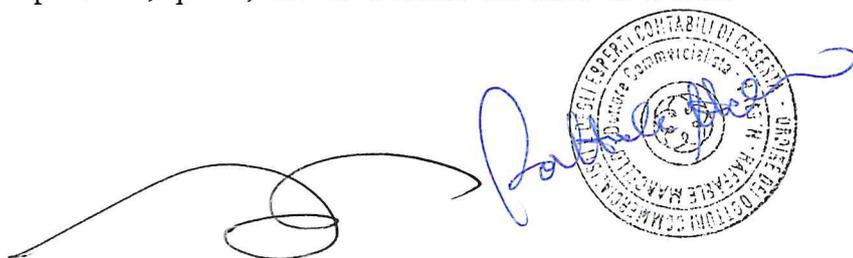
Complessivamente, applicando i tassi individuati ai *cash flow* precedentemente specificati ed al *Terminal Value*, si determina un valore del capitale economico aziendale di €/000 4.196 (quattromilionicentonovantaseimila).

7.3 Metodo di valutazione reddituale

Il Metodo reddituale fa derivare il valore economico della Società dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre, attraverso la loro attualizzazione ad un tasso individuato in base alle condizioni di mercato vigenti alla data della valutazione.

Nella fattispecie si è fatto ricorso alla variante del Metodo reddituale complesso, che fa derivare il valore dell'azienda dalla somma dei valori attuali:

- dei risultati previsti per n anni in un intervallo temporale i cui confini sono generalmente definiti dall'ampiezza della capacità previsionale e dalla accuratezza delle stime;
- del valore finale dell'azienda al termine dell'intervallo cui si estendono le previsioni di cui al punto a) (*Terminal value*). Tale grandezza è di norma assunta pari al reddito previsto dopo il periodo n , o ad una media dei risultati degli esercizi più vicini; l'importo così calcolato è considerato stabile nei successivi periodi e, quindi, non influenzato dal tasso di crescita



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

eventualmente applicato per i precedenti redditi ed è attualizzato in base ad un apposito tasso, ricorrendo alla formula R/i . In alternativa, è possibile ricorrere ad alcune *proxy*, rappresentate, ad esempio, dal valore corrente o di liquidazione del complesso.

Nel metodo appena descritto le variabili fondamentali sono rappresentate da:

- l'ampiezza del riferimento temporale nel calcolo dei singoli redditi e della successiva redditività dopo il periodo n ;
- i redditi analiticamente previsti per gli esercizi immediatamente a venire;
- il tasso di attualizzazione.

Nel calcolo dei redditi futuri, partendo dai dati presenti nel *Business Plan* sono state adottate le seguenti ipotesi:

- è stato assunto un orizzonte di tre anni per la determinazione dei redditi da assumere analiticamente nel calcolo del valore economico del capitale;
- per la stima dei flussi reddituali previsti, si è fatto ricorso agli utili previsti dal *Business Plan* al netto delle imposte per l'orizzonte temporale di riferimento. Tuttavia, come di sopra, i flussi reddituali attesi per gli esercizi 2024 e 2025 sono stati rettificati per il tasso di crescita storico del settore di riferimento;
- si è prudenzialmente assunto che a partire dal 2025 gli utili della Società coincidano con il reddito a regime. Di conseguenza, nel calcolo del *Terminal Value*, si sono supposti flussi di reddito a regime pari all'utile previsto nel 2025, ovvero €/000 403;
- nel calcolo delle imposte, è stata applicata un'aliquota IRES pari al 24% più un'aliquota IRAP del 4,82% per la Regione Lazio.

Adoperando le seguenti assunzioni, il valore dei redditi futuri è, rispettivamente, pari a:

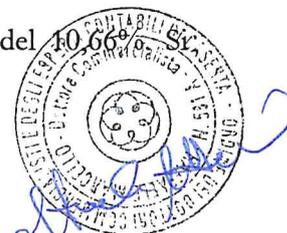
$$R_1 = \text{€/000 } 236;$$

$$R_2 = \text{€/000 } 391;$$

$$R_3 = \text{€/000 } 403;$$

Come di sopra, tali flussi reddituali sono stati attualizzati ad un tasso del 6,79%. Tuttavia, data la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime, si è preferito adoperare un tasso che rifletta più accuratamente tali profili di rischio nel calcolo del *Terminal Value*.

Come di sopra, tale tasso di attualizzazione è quantificato nella misura del 10,66% e determina così un valore del *Terminal Value* di €/000 3.776.



Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Come riportato dalla tabella di seguito, applicando il tasso individuato (6,79%) ai redditi precedentemente specificati ed al valore residuale, il valore del patrimonio netto è quantificato nella misura di **€/000 3.995 (tremilioninovecentonovantacinquemila)**, valore sostanzialmente allineato alla stima del DCF.

	2023	2024	2025	Terminal Value
<i>Utili attesi</i>	236.358,63 €	391.243,11 €	402.706,54 €	3.776.154,31 €
<i>Utili attualizzati</i>	221.321,39 €	343.044,60 €	330.631,70 €	3.100.313,07 €
<i>Valore patrimonio netto</i>	3.995.310,77 €			

8. Attestazione del valore del capitale

In base ai metodi di valutazione ai quali ci si è basati nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte e nei limiti delle condizioni richiamate in premessa, il sottoscritto ritiene che il valore economico della Società oggetto di valutazione a seguito dell'aggiornamento alla data del 31/03/2023, sia ragionevolmente pari alla media dei valori stimati con il Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (€/000 4.196) e con il Metodo reddituale complesso (€/000 3.995), pervenendo così ad un valore di **€/000 4.095 (quattromilioninovecentacinquemila)**.

Ciò detto, il sottoscritto attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del codice civile, che il valore delle quote è pari ad un importo non superiore a **€/000 4.095 (quattromilioninovecentacinquemila)**.

In ragione di ciò, il valore della Società non è inferiore rispetto a quanto già riportato nella perizia già prodotta dal sottoscritto in data 15/05/2023, non essendo intervenuti elementi o situazioni tali da variare il valore della partecipazione da conferire.

Tanto in adempimento del mandato conferito e nei limiti della documentazione in mio possesso.

Addì, 12 giugno 2023

Prof. Dott. Raffaele Marcello





Repertorio n° 96950

ANTONIO DECIMO
NOTAIO

===== (articolo 1 n° 4 R.D.L. 14 luglio 1937 n° 1666) =====

===== ASSEVERAZIONE CON GIURAMENTO =====

===== REPUBBLICA ITALIANA =====

L'anno duemilaventitre, il dodici del mese di giugno in Santa Maria
Capua Vetere (CE), via Caduti di Nassiriya "Victoria Park". =====

Avanti a me dottor Antonio Decimo, notaio in Santa Maria Capua
Vetere, iscritto presso il Collegio Notarile di Santa Maria Capua Vetere,
è presente il signor: =====

** MARCELLO RAFFAELE, nato a Santa Maria Capua Vetere (CE) il 5
aprile 1966, residente in Santa Maria Capua Vetere (CE), via Luigi
Sturzo n° 103, =====

codice fiscale: MRC RFL 66D05 I234R, =====

della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi ha
presentato la relazione peritale che precede chiedendo di asseverarla
con giuramento. =====

Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge il comparente il
quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: =====

" GIURO di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me
affidate al solo scopo di far conoscere al giudice la verità." =====

Di questo atto, scritto in parte con mezzi elettronici da persona di mia



fiducia ed in parte di mio pugno, ho dato lettura al componente che lo
approva dichiarandolo conforme alla sua volontà ed al vero e lo
sottoscrive con me notaio nei fogli di cui consta alle
ore *due e minuti cinque* ===

Roberto Stivala



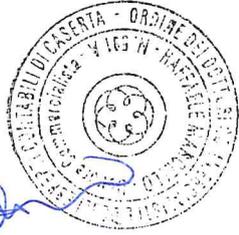
[Handwritten signature]

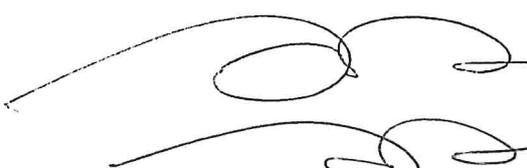
STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

**RELAZIONE DI STIMA,
AI SENSI DELL'ART. 2343-TER, COMMA 2, LETT. B),
DEL CODICE CIVILE, DEL VALORE ECONOMICO DEL
CAPITALE SOCIALE
DELLA "DISMISSIONI IMMOBILIARI S.R.L."**

Prof. Dott. Raffaele Marcello

Maggio 2023




Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Sommario

1. Premessa..... 3

 1.1 Profilo professionale del valutatore..... 3

 1.2 Indipendenza del valutatore 5

2. Oggetto dell'incarico..... 5

3. Data di riferimento 6

4. Svolgimento dell'incarico..... 6

5. Dismissioni Immobiliari S.r.l.: le caratteristiche aziendali..... 8

 5.1 Profilo della società..... 8

 5.2 Assetto societario e struttura organizzativa..... 8

 5.3 Performance economico-finanziaria 9

 5.4 Andamento del settore 21

 5.5 Il Piano industriale 2022-2025 27

6. Documenti, dati e fonti utilizzati 28

7. Le metodologie di valutazione applicate..... 29

 7.1 Scenario e parametri utilizzati 29

 7.2 Metodo di valutazione Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF) 30

 7.3 Metodo di valutazione reddituale 34

8. Attestazione del valore del capitale 36




STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E VISORI LEGALI




Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

1. Premessa

Il sottoscritto **Prof. Dott. Raffaele Marcello**, dottore commercialista (iscritto al n. 591 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale di Santa Maria Capua Vetere) e revisore legale (iscritto al n. 35072 del Registro dei Revisori Legali tenuto presso il Mef),

premesso che

ha ricevuto, da parte della Invest S.p.a. con sede in Roma (RM) alla Via Giuseppe Pisanelli n. 4, l'incarico di predisporre una relazione di stima del valore economico del 100% delle quote della "Dismissioni Immobiliari s.r.l." (di seguito *Dismissioni Immobiliari* o anche la "Società"), con sede in Roma (RM) alla Via Giuseppe Pisanelli n.4, cap. 00196, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. RM-1466630, Codice Fiscale e P. Iva 13703131006,

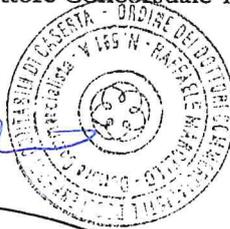
deposita

la propria relazione di stima, procedendo all'esposizione dei fatti e delle argomentazioni di seguito riportati.

1.1 Profilo professionale del valutatore

Come richiesto dai Principi Italiani di Valutazione 2015e dal secondo comma dell'art. 2343-ter del codice civile, si forniscono le informazioni tese ad apprezzare l'adeguata e comprovata professionalità dell'esperto incaricato. Lo scrivente Prof. Dott. Raffaele Marcello:

- a) è ricercatore di Economia aziendale, Università degli Studi di Salerno, Dipartimento di Scienze aziendali - Management & Innovation Systems (DISA-MIS);
- b) ha conseguito l'Abilitazione Scientifica Nazionale alle funzioni di professore universitario di seconda fascia nel Settore Concorsuale 13/B1 - Economia Aziendale;

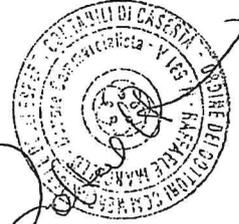
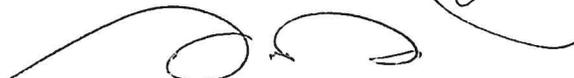


Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

- c) ha conseguito il titolo di Dottore di Ricerca in Economia e Amministrazione delle Imprese Cooperative e delle Organizzazioni No Profit, Seconda Università di Napoli Facoltà di Economia;
- d) è Componente del Comitato Scientifico dell'Istituto per il Governo Societario (IGS);
- e) è iscritto nell'elenco nazionale dei componenti degli Organismi indipendenti di Valutazione istituito presso il Dipartimento della funzione pubblica al n. 1221;
- f) è Amministratore giudiziario, iscritto nella sezione esperti al n. 2366 in data 21.02.2019;
- g) è Consulente Tecnico d'ufficio del Tribunale Civile e Penale di Santa Maria Capua Vetere (CE);
- h) è autore di numerose pubblicazioni, libri e articoli scientifici (nazionali ed internazionali) su tematiche contabili, amministrative, finanziarie ed economico-aziendali;
- i) è componente del comitato editoriale della Rivista "La valutazione delle Aziende";
- j) è Amministratore e Sindaco di importanti società anche quotate e gruppi privati;
- k) è stato Consigliere del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) dal 2014 al 2021 con delega alla Revisione Legale, ai Principi Contabili e di Valutazione e ai Sistemi di Controllo;
- l) è stato componente del Consiglio Superiore della Fondazione Nazionale dei Commercialisti (FNC) dal 2014 al 2021;
- m) è stato componente del Consiglio di Gestione dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) dal 2017 al 2020;
- n) è stato componente del Consiglio di Sorveglianza dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) dal 2020 al 2021;
- o) è stato componente del Consiglio dei Garanti dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) dal 2015 al 2021.



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E CONSULENTI LEGALI



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

1.2 Indipendenza del valutatore

Il sottoscritto, anche ai fini del rispetto delle condizioni di indipendenza previste dal richiamato art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del codice civile, dichiara:

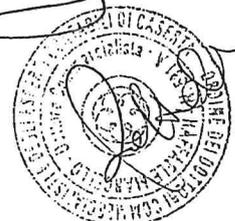
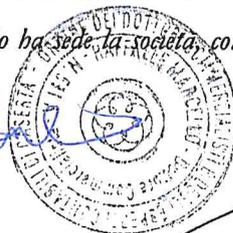
- di essere indipendente dalla società e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la società e/o i suoi beni;
- di non essere legato al committente, né ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sulla committente, né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima.

2. Oggetto dell'incarico

Lo scopo della presente relazione è la stima, al 31/12/2022, dell'intero capitale della "Dismissioni Immobiliari s.r.l.", ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile.

Il sottoscritto ritiene importante fornire alcune precisazioni circa le norme nelle quali si inquadra la presente relazione e i relativi riflessi sulle scelte effettuate in sede valutativa.

La stima del valore del 100% delle quote è redatta al fine di assolvere alle disposizioni dettate dagli art. 2343 e 2343-ter del codice civile: l'art. 2343, comma 1, del codice civile, prevede infatti che *"Chi conferisce beni in natura o crediti dove presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti,*



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

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?

L'art. 2343-ter, comma 2, del codice civile, prevede che "... non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, del codice civile, quando 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 [...], e in particolare alla lettera b), che "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 di comprovata professionalità".

Il sottoscritto redige la Relazione dichiarando, come meglio precisato anche nel seguito, di essere indipendente e di possedere tutti i requisiti personali e professionali richiesti dalla legge per l'espletamento di simili incarichi.

3. Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore dei componenti oggetto di valutazione, ci si è riferiti alla data del 31/12/2022. I valori ed i parametri assunti nelle diverse metodologie applicate sono stati determinati in base ai dati forniti dal Committente.

Ai fini della presente analisi il sottoscritto ha avuto assicurazione da parte del *Management* circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

4. Svolgimento dell'incarico

Il sottoscritto ha ottenuto le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione offerta dalla Società.

L'incarico è soggetto alle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - RIVISOSTI LEGALI

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni, futuri, straordinari o inattesi (mutamenti fiscali, catastrofi, disordini politici, nazionalizzazioni, nuove regolamentazioni di settore, ecc.);
- l'incarico ricevuto non prevedeva lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nei bilanci stessi;
- non si esprime, di conseguenza, se non nei limiti di quanto richiamato espressamente in questa sede e dell'oggetto dell'incarico, alcun giudizio circa l'accuratezza o la completezza dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici della conferente;
- la valutazione è limitata agli elementi indicati ed esclude verifiche della sussistenza di eventuali passività potenziali;
- le condizioni dell'incarico sono tali per cui non è, allo stato, previsto alcun aggiornamento dei risultati ottenuti in relazione ad eventi o informazioni resi disponibili successivamente al completamento del lavoro;
- la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico";
- il sottoscritto dichiara inoltre che il presente incarico sarà realizzato secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015 (PIV), cui attesta piena adesione;
- il sottoscritto dichiara di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico, così come richiesto dal PIV II.2.5 e PIV II.2.6;
- il sottoscritto, nel compimento del presente incarico, dichiara di aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuer" dell'IVSC International Valuation Standard Council).



5. Dismissioni Immobiliari S.r.l.: le caratteristiche aziendali

5.1 Profilo della società

La Società è stata costituita il 19/01/2016 con la denominazione *Dismissioni Immobiliari s.r.l.* e opera nel campo della mediazione immobiliare.

Dismissioni Immobiliari, infatti, ha per oggetto sociale le seguenti attività¹:

- *"l'esercizio dell'attività di mediazione, di cui al capo XI del titolo III del codice civile (articoli 1754 e seguenti) per immobili di ogni tipo come regolata dalla legge 2 febbraio 1989 n. 39 e successive disposizioni."* Inoltre, essa svolge *"tutte le attività strettamente connesse all'attività di intermediazione nonché [...] qualsiasi altra operazione mobiliare ed immobiliare, strettamente necessaria e/o strumentale per il raggiungimento dell'oggetto sociale."*²

L'attività svolta attiene, in pratica, a tutto ciò che ruota intorno all'assistenza in campo immobiliare, dalla valutazione alla progettazione/acquisizione degli immobili³.

5.2 Assetto societario e struttura organizzativa

Il capitale sociale della *Dismissioni Immobiliari S.r.l.* ammonta a € 25.000, interamente versato, ed è così suddiviso:

Socio	Codice Fiscale	Quote	Tipo di diritto
Euro Invest Real Estate s.r.l.	14214001001	6.250	Proprietà
GBF Immobiliare s.r.l.	14267171008	6.250	Proprietà
IPG Società a responsabilità limitata	14245981007	12.500	Proprietà

La struttura è gestita da un Amministratore Unico, nella persona del Dott. Cosimo Muccio, nato a Benevento (BN) il 16/06/1976, C.F. MCCCCSM76H16A783J.

¹ L'attività aziendale, infatti, è individuata dal codice ATECO 68.31 - intermediari nella mediazione immobiliare.

² Visura CCIAA di Roma aggiornata al 16/04/2023.

³ Fonte: www.dirceimmobiliare.com



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

L'azienda, alla data del 31/12/2022, impiega 7 dipendenti ed 1 collaboratore dislocati sia a Roma sia a Milano, dove sono presenti due unità locali⁴.

5.3 Performance economico-finanziaria

Di seguito sono riportati i dati di sintesi della situazione economico-patrimoniale che ha caratterizzato la Società in oggetto, nel corso degli esercizi che vanno dal 2017 al 2021.

Giova specificare che, per gli esercizi analizzati, la Società ha provveduto a depositare, presso la CCIAA, i relativi bilanci in forma abbreviata, per cui alcune informazioni non sono direttamente desumibili dai prospetti di riferimento e dalla nota integrativa.

Tale circostanza ha indotto lo Scrivente a privilegiare un'analisi incentrata sui principali aspetti ed indicatori dello stato di salute della gestione aziendale.

Analizzando la composizione qualitativa dell'Attivo, si registra un andamento crescente delle Immobilizzazioni, le quali, dal 2017 al 2021, passano da €/000 1 ad €/000 208⁵ subendo un notevole incremento, principalmente, nella componente finanziaria⁶.

Si ravvisa, tuttavia, che la componente preponderante dell'Attivo è costituita dal Circolante, pari in media al 91% del Totale degli Impieghi⁷, a conferma di una marcata elasticità della gestione⁸.

Di seguito, si propone una tabella riassuntiva di quanto esposto:

⁴ Visura CCIAA di Roma aggiornata al 18/04/2023.

⁵ Esse rappresentando, mediamente, il 9,39% del Totale Attivo.

⁶ Le immobilizzazioni finanziarie, infatti, passano da zero ad €/000 199 nel 2021.

⁷ L'Attivo Circolante è costituito principalmente da disponibilità liquide e crediti. Questi ultimi risultano essere pari, mediamente, all'88% degli Impieghi.

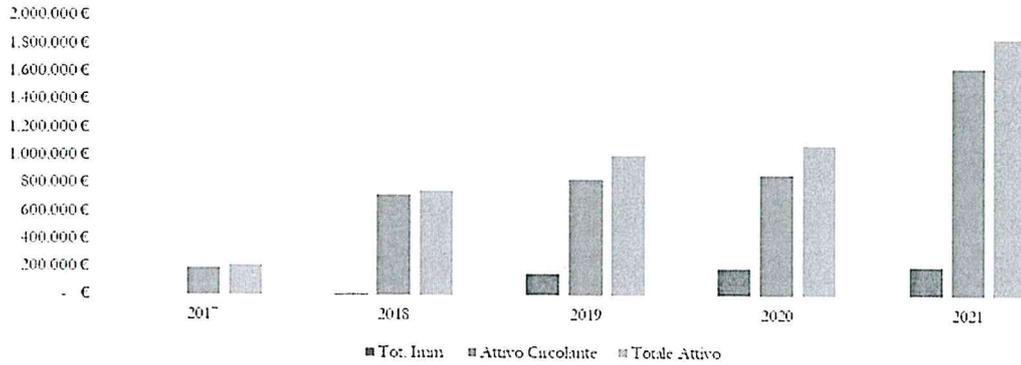
⁸ L'indice di elasticità globale, espresso dal rapporto tra il totale dell'Attivo Circolante e ed il Totale Attivo, nei periodi di riferimento, risulta essere pari, in media, a 152.



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

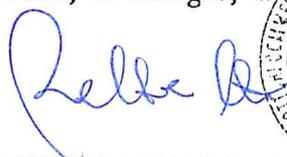
	2017	Δ	2018	Δ	2019	Δ	2020	Δ	2021
Crediti v/soci per versamenti ancora dovuti	18.750		18.750		18.750		18.750		-
Tot. Imm.	1.187 €	661,25%	9.036 €	1606%	154.185 €	25%	193.090 €	8%	207.917 €
Imm. Immateriali	1.187 €		791 €		540 €		252 €		1.140 €
Imm. Materiali	- €		8.245 €		7.045 €		6.238 €		7.697 €
Imm. Finanziarie	- €		- €		146.600 €		186.600 €		199.100 €
Attivo Circolante	191.686 €	275,54%	719.867 €	16%	835.959 €	4%	866.218 €	89%	1.634.010 €
Rimanenze	- €		- €		30.000 €		30.000 €		103.163 €
Crediti	- €		- €		16.200 €		16.200 €		16.200 €
Attività finanziarie	- €		198.778 €		219.578 €		219.578 €		78.149 €
Crediti entro l'esercizio	126.473 €		233.548 €		378.987 €		514.113 €		854.804 €
Disponibilità Liquide	65.213 €		287.541 €		191.020 €		85.814 €		574.706 €
Risconti Attivi	- €		- €		174 €		513 €		7.028 €
Totale Attivo	211.623 €	253,29%	747.653 €	35%	1.008.894 €	7%	1.078.058 €	71%	1.841.987 €

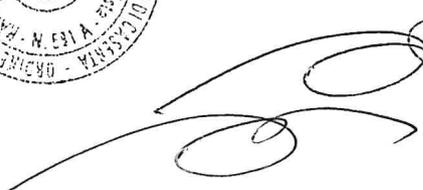
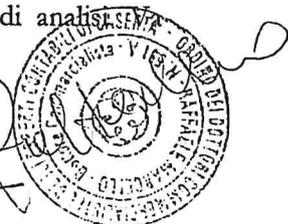
Composizione dell'Attivo



Composizione percentuale						
	2017	2018	2019	2020	2021	Media
Attivo Fisso	0,56%	1,21%	15,28%	17,91%	11,29%	9,25%
Imm. Immateriali	0,56%	0,11%	0,05%	0,02%	0,06%	0,16%
Imm. Materiali	0,00%	1,10%	0,70%	0,58%	0,42%	0,56%
Imm. Finanziarie	0,00%	0,00%	14,53%	17,31%	10,81%	8,53%
<i>Imm. Finanziarie</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>95,08%</i>	<i>96,64%</i>	<i>95,75%</i>	<i>57,49%</i>
Attivo Circolante	90,58%	96,28%	82,86%	80,35%	88,71%	87,76%
Rimanenze	0,00%	0,00%	2,97%	2,78%	5,60%	2,27%
Crediti	0,00%	0,00%	1,61%	1,50%	0,88%	0,80%
Crediti entro l'esercizio	59,76%	31,24%	37,56%	47,69%	46,41%	44,53%
Disponibilità Liquide	30,82%	38,46%	18,93%	7,96%	31,20%	25,47%
Risconti Attivi	0,00%	0,00%	0,02%	0,05%	0,38%	0,09%
Totale Attivo	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

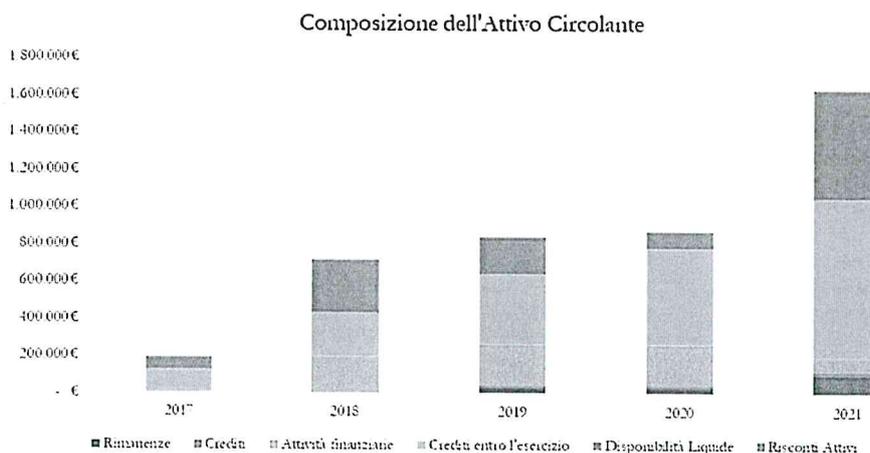
Considerato il peso dell'Attivo Circolante sul totale degli investimenti, la figura successiva mostra, in dettaglio, la sua composizione nel corso del periodo oggetto di analisi.



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

sottolineato, in proposito, l'andamento dei *Crediti entro l'esercizio* che, nell'arco temporale analizzato, registrano un costante aumento; *trend* analogo si ravvisa anche per le *Disponibilità liquide* e le *Rimanenze* le quali, nel 2021, si assestano su un valore pari a €/000 103.



Data la composizione dell'Attivo, è stata verificata la coerenza nell'utilizzo delle fonti di finanziamento. A tal proposito, infatti, si rileva la presenza di un indice di autocopertura, espresso dal rapporto tra la sommatoria del Capitale Permanente con i debiti a medio – lungo termine e le Immobilizzazioni, che è pari, in media, a + 41,9⁹. Parimenti, l'indice di struttura primario evidenzia la presenza di situazione di equilibrio e solidità patrimoniale. Di seguito la tabella:

SOLIDITA' PATRIMONIALE	Anno 2017	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020	Anno 2021
Indice di Struttura Primario					
[(Mezzi Propri)/Capitale Fisso]	134,67	58,04	5,06	4,95	4,49
Mezzi Propri	159.851	524.491	779.765	955.759	934.441
Attivo Immobilizzato	1.187	9.036	154.185	193.090	207.937
Indice di autocopertura					
[(Capitale Proprio + Debiti Finanz. a M/L)/Attivo Immobilizzato]	134,67	58,04	5,06	4,95	7,14
Capitale Proprio	159.851	524.491	779.765	955.759	934.441
Debiti a M/L	0	0	0	0	550.000
Attivo Immobilizzato	1.187	9.036	154.185	193.090	207.937

⁹ In tal caso, non essendo disponibili informazioni dettagliate circa la natura dei debiti, sono stati considerati, al fine del calcolo tutti i debiti con scadenza a lungo termine.



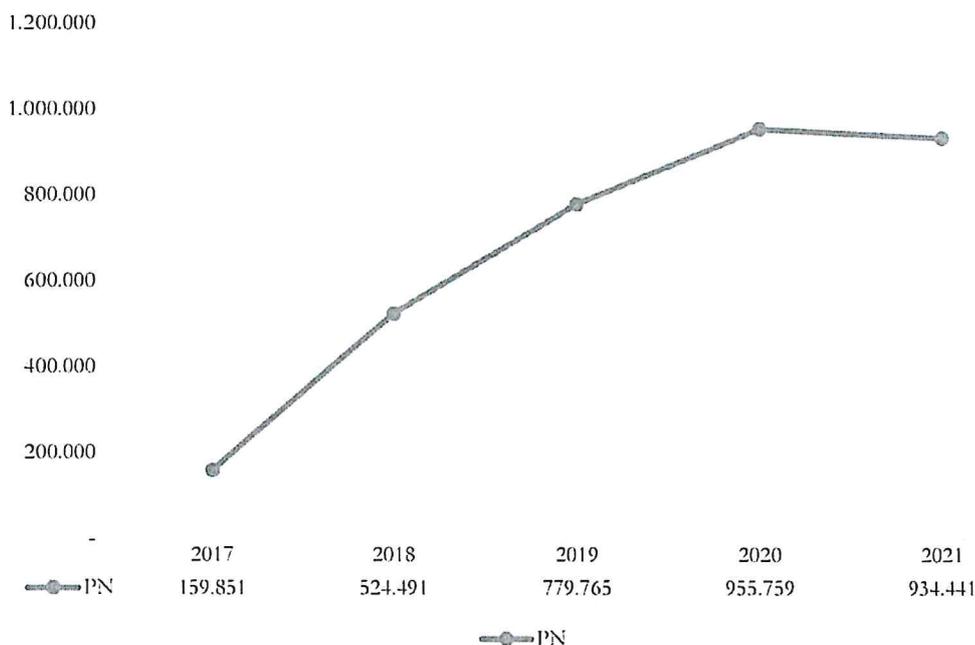



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - RIVISORI LEGALI

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Il Passivo presenta un'incidenza del Capitale Proprio pari, mediamente, a circa il 72% del totale delle fonti, circostanza che denota, di conseguenza, una marcata patrimonializzazione della Società. La *Net Financial Position* risulta, quindi, stabilmente positiva.

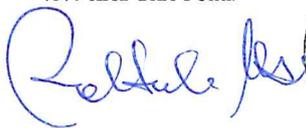
Patrimonio Netto



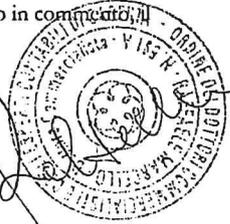
Il grafico evidenzia l'andamento crescente del Capitale Proprio in tutto l'arco temporale oggetto di analisi. Esso, infatti, passa da un valore di €/000 160 nel 2017 ad €/000 934 nel 2021, con una variazione percentuale del +485%. In tutti gli esercizi analizzati, infatti, la Società registra risultati di periodo sempre positivi, i quali, accantonati a riserve, hanno contribuito al rafforzamento patrimoniale della Dismissioni Immobiliari s.r.l.

La componente relativa ai debiti, di conseguenza, presenta un'incidenza minore: essi rappresentano, infatti, mediamente il 26% del Totale Passivo¹⁰.

¹⁰ Nel 2021, i debiti registrano un aumento significativo, pari ad €/000 793, rappresentando, per l'esercizio in commento, il 48% circa delle Fonti.

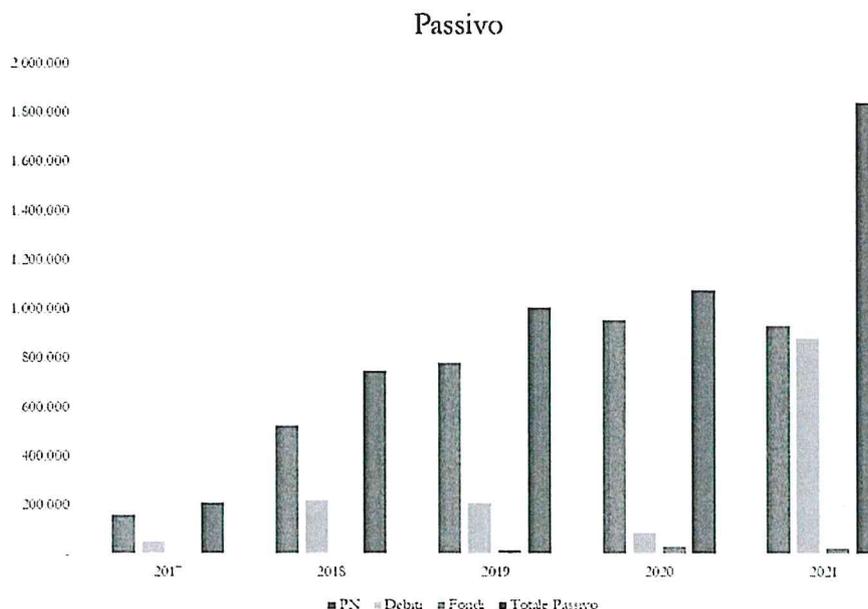

STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E FISCALISTI LEGALI





Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Il grafico seguente illustra, nel dettaglio, la composizione del Passivo in cui emerge la preponderanza dei Mezzi Propri.



Sotto il profilo economico, la società presenta, durante i 5 esercizi oggetto di analisi, un fatturato medio di circa €/000 1.067. Nello specifico, i ricavi presentano un *trend* crescente che, solo tra gli esercizi 2019 – 2020, subisce una flessione, salvo poi assestarsi, nel 2021, su un valore pari a €/000 1.447.

Parimenti, il valore della produzione passa dai €/000 274 del 2017 ai €/000 1.494 del 2021, con un CAGR₂₀₂₁₋₂₀₁₇ pari al + 52,79%.

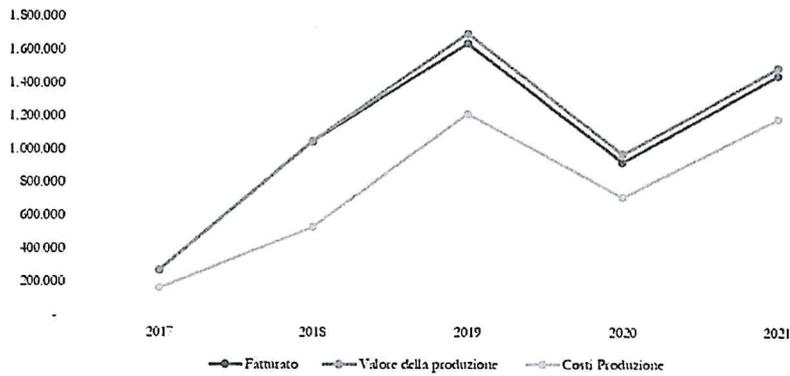
Dal punto di vista della gestione operativa, l'EBIT assume valori sempre positivi.

Tale indicatore, tuttavia, negli esercizi compresi tra il 2018 ed il 2020, subisce una contrazione ascrivibile, sostanzialmente, all'aumento più che proporzionale dei costi di produzione rispetto all'incremento registrato dai ricavi. Tale contingenza risulta maggiormente accentuata tra il 2018 ed il 2019, in cui ad aumentare notevolmente sono i costi legati al personale.

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

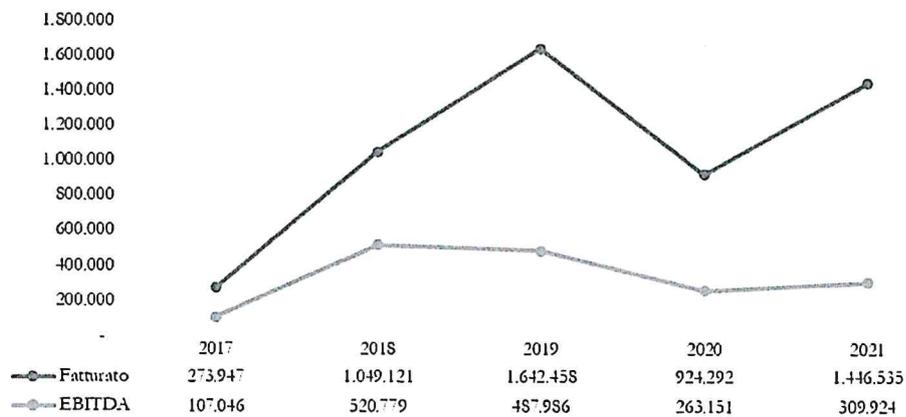
Tra gli esercizi 2019 e 2020, invece, la contrazione del Reddito Operativo è dovuta alla riduzione più che proporzionale subita dal fatturato (-44%) rispetto a quella dei costi (-41%).

Di seguito, un grafico indicativo di quanto asserito poc'anzi:



In proposito, stante la sostanziale coincidenza tra il Reddito Operativo e l'EBITDA, maggiormente rappresentativo della redditività caratteristica, si è preferito quest'ultimo al fine di esaminarne l'andamento congiuntamente al trend riscontrato per il fatturato.

Fatturato ed EBITDA a confronto

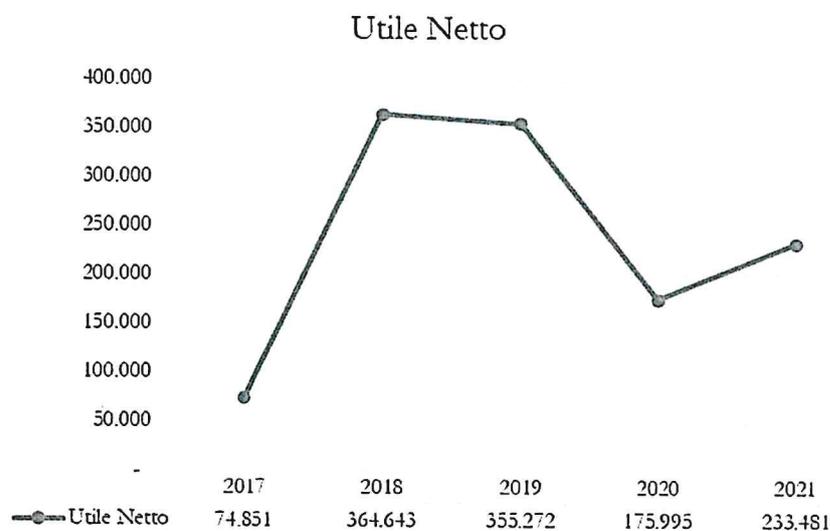


Handwritten signature in blue ink and two circular professional seals of the Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Caserta. The seals contain the text: "ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI CASERTA - DOTT. MARCELLO MARINO" and "DOTTORATO COMMERCIALISTA - N. 185".

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Come mostrato dal grafico, tra gli esercizi 2018 e 2019, a dispetto di un aumento del fatturato ($\Delta + \text{€}/000 593$) si riscontra una contrazione del Margine Operativo Lordo. Tale circostanza è dovuta ad un incremento più che proporzionale dei costi della produzione, in particolare quelli relativi al personale ($\Delta + \text{€}/000 207$), per servizi ($\Delta + \text{€}/000 241$) e per materie prime, sussidiarie e di consumo ($\Delta + \text{€}/000 250$).

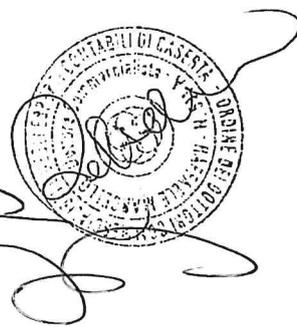
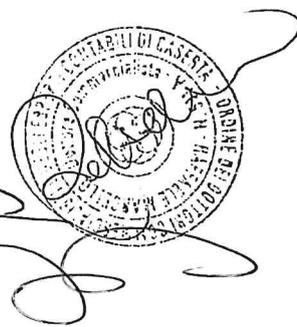
Al fine di chiarire meglio gli aspetti appena descritti, la figura seguente mostra l'andamento del risultato netto di esercizio durante il periodo considerato, il quale rimarca un andamento altalenante pur assestandosi sempre su valori positivi.



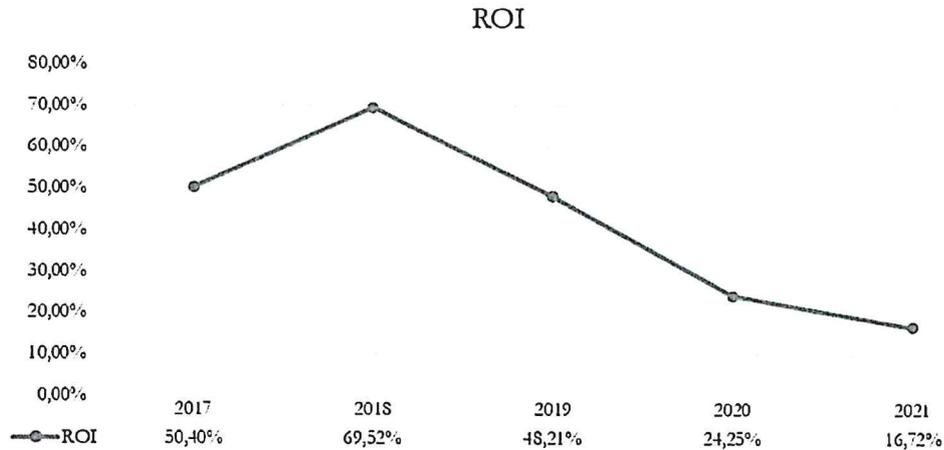
L'analisi della *performance* economica, tuttavia, non può prescindere da un'attenta indagine relativamente agli indici di redditività (ROI, ROS e ROE) e al loro andamento durante il periodo oggetto di osservazione.

Il ROI (*Return on investment*) misura la redditività degli investimenti della sola gestione caratteristica ed è dato dal rapporto tra il Reddito Operativo ed il Totale Attivo. L'indicatore, come indicato dal grafico, ad eccezione del periodo 2017 – 2018, presenta un *trend* decrescente, pur mantenendosi sempre su valori positivi.

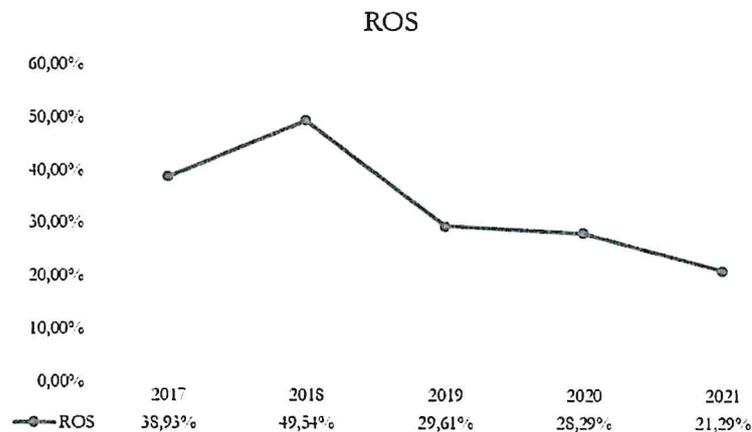


Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



Il ROS (*Return on sales*), dato dal rapporto tra il reddito operativo ed il fatturato, misura, invece, la redditività delle vendite. Nello specifico, l'indicatore permette di esprimere un giudizio circa la marginalità dei ricavi. Tale indicatore, come evidenziato per il ROI, presenta un andamento decrescente, ad eccezione del periodo compreso tra gli esercizi 2017 e 2018, in cui si registra una crescita dello stesso. Anche in tale caso, il ROS si assesta sempre su valori positivi.

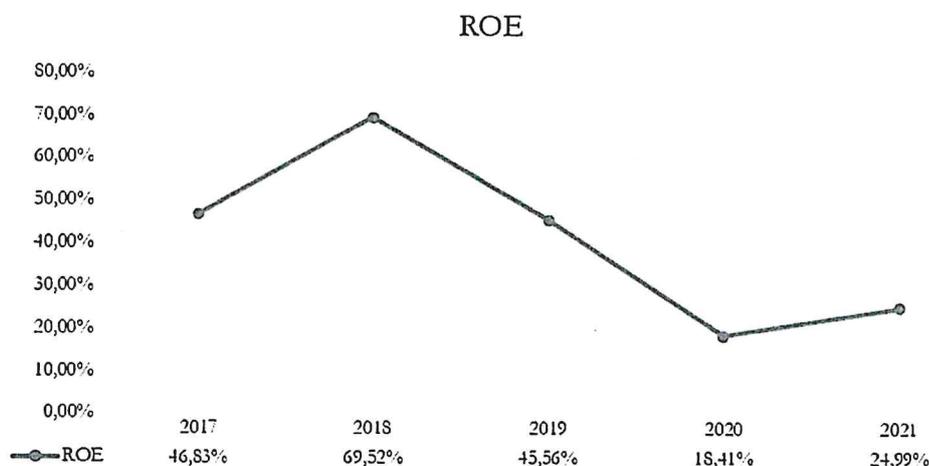


Infine, il ROE (*Return on Equity*), che misura la redditività del capitale investito dai soli soci attraverso il rapporto tra l'Utile Netto e il Totale Patrimonio Netto, dopo un andamento decrescente tra il 2018 ed il 2020 evidenzia un *trend* rialzista nell'ultimo esercizio oggetto di

Proffile

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

analisi. Tale miglioramento è imputabile al raggiungimento di un maggiore utile, registrato nel 2021.



Esaminati gli aspetti reddituali, è opportuna la valutazione dell'aspetto finanziario della gestione.

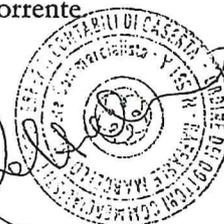
Il grado di autonomia patrimoniale, dato dal rapporto tra i Mezzi Propri e Totale Attivo, esprime il peso percentuale del capitale di rischio nella struttura finanziaria e segnala il grado di indipendenza dell'impresa da terzi finanziatori.

SOLIDITA' PATRIMONIALE	Anno 2017	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020	Anno 2021
Rapporto di indebitamento (Mezzi di Terzi/Capitale investito)	24%	30%	23%	11,34%	49,27%
Mezzi di terzi (passivo al netto del PN)	51.772	223.162	229.129	122.299	907.546
Capitale investito (totale attivo)	211.623	747.653	1.008.894	1.078.058	1.841.987
Indice di autonomia finanziaria (Mezzi Propri/Capitale Investito)	0,76	0,70	0,77	0,89	0,51
Mezzi Propri	159.851	524.491	779.765	955.759	934.441
Capitale investito (totale attivo)	211.623	747.653	1.008.894	1.078.058	1.841.987

Come è osservabile dalla tabella, la società, *ut supra* accennato, risulta essere poco esposta verso terzi finanziatori, in quanto la quasi totalità degli investimenti è finanziata con fonti interne alla proprietà.

L'analisi della liquidità è stata condotta attraverso il calcolo dei seguenti indici:

- indice di liquidità corrente, dato dal rapporto tra l'attivo corrente e il passivo corrente;
- il *quick ratio (acid test)* dato dal rapporto tra la liquidità immediata e il passivo corrente



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

La tabella seguente mostra, in dettaglio, i risultati e l'andamento degli indici.

	2017	2018	2019	2020	2021
Indice di liquidità corrente	3,70	3,28	3,88	9,47	4,86
Quick Ratio	1,260	1,311	0,903	0,956	1,728

Dai valori sopra riportati, emerge un equilibrio tra i flussi di cassa in entrata a breve e gli impegni di pagamento in scadenza. Infatti, come suggeriscono i risultati del *quick ratio*, la società può contare sulle liquidità immediate per far fronte agli impegni di pagamento a breve. In conclusione, al fine di esprimere un giudizio esaustivo sullo "stato di salute" della Dismissioni Immobiliari s.r.l., soprattutto in riferimento alla *performance* reddituale, lo scrivente ha esaminato, relativamente allo stesso arco temporale 2017 – 2021, l'andamento dei principali indici per un gruppo di imprese comparabili.

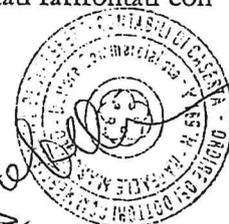
Nello specifico, con l'ausilio della banca dati *AIDA*, è stato selezionato un campione di imprese attive aventi simili lo stesso codice Ateco della Società (68.31.00 – mediazione immobiliare).

In particolare, il *range* di fatturato è stato identificato nel modo seguente: *a)* il limite minimo è pari ad € 219.158, ovvero il fatturato minimo della Dismissioni Immobiliari s.r.l. nel quinquennio 2017-2021 (€ 273.947), diminuito del 20%; *b)* il limite massimo è pari ad € 1.970.950, ovvero il fatturato massimo conseguito dalla Società nel quinquennio 2017-2021 (€ 1.970.949), aumentato del 20%.

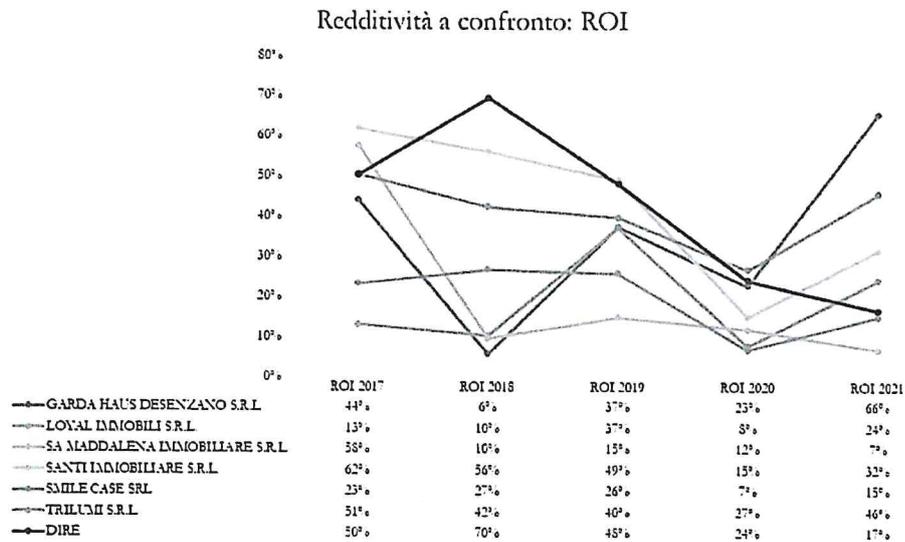
In aggiunta, le aziende appartenenti al campione di confronto rispettano i seguenti requisiti: *i)* numero di dipendenti da 3 a 7; *ii)* sede legale: Lombardia; *iii)* data di costituzione compresa tra il 2014 ed il 2018; *iv)* risultato di periodo sempre positivo nell'arco 2017 - 2021.

L'adozione di tali criteri dimensionali ha condotto all'individuazione di un campione di n. 6 società.

Di seguito, si riportano i tre principali indicatori della *performance* reddituale delle suddette società (ROI, ROS e ROE) i quali, come accennato in premessa, sono stati confrontati con quelli conseguiti dalla Società.



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



Il grafico evidenzia una *performance* superiore alla media da parte della Dismissioni Immobiliari s.r.l. nell'arco 2017 – 2019, salvo poi peggiorare nell'ultimo periodo. Invero, dal 2019 si riscontra un calo generale dell'indice in questione che tuttavia, mentre tra il 2020 ed il 2021 per la maggior parte delle società analizzate registra un rialzo, per la Società mostra un *trend* ancora decrescente assestandosi su valori, seppur positivi, inferiori alla media.



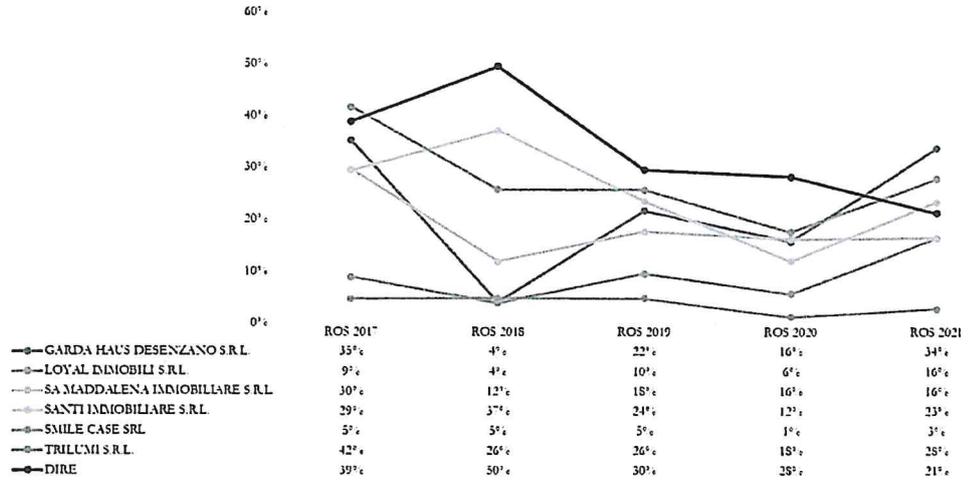
STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - FISCISTI LEGALI





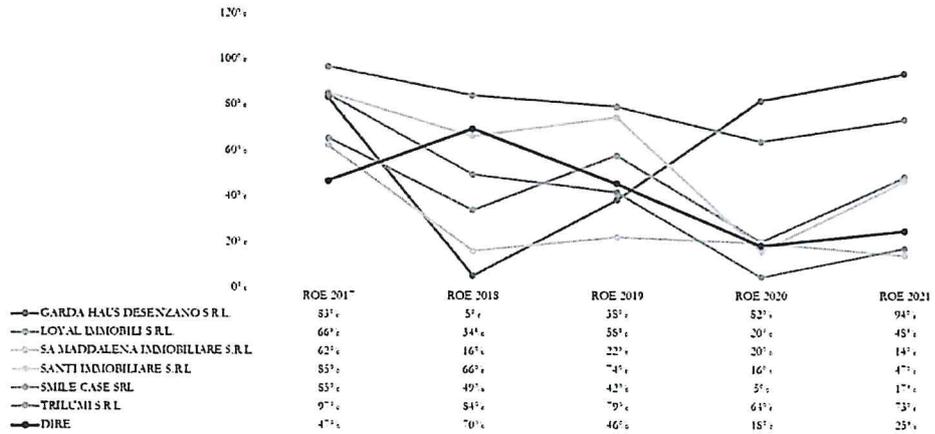
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Redditività a confronto: ROS



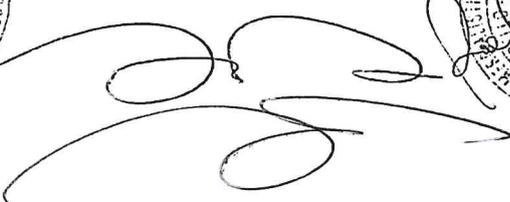
Per ciò che concerne il ROS, che esprime il tasso di remunerazione delle vendite, la Società si assesta su valori sempre positivi e superiori alla media del campione analizzato in tutto l'arco temporale 2017 – 2020; nel periodo 2021, contrariamente a quanto riscontrato per i competitor, l'indice *de quo* evidenzia un trend decrescente (-7% tra il 2020 ed il 2021).

Redditività a confronto: ROE



Per ciò che concerne il ROE, che esprime il tasso di remunerazione del capitale conferito a titolo di rischio, la Società si assesta su valori sempre positivi.






STUDIO MARCELLO
 DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

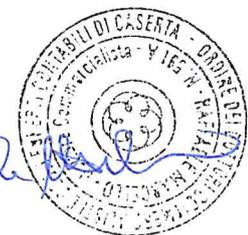
Va rilevato, tuttavia, che, ad eccezione dell'esercizio 2018, il ROE della Società risulta essere sempre inferiore a quello medio calcolato per i *competitor* e tale differenza risulta accentuata soprattutto per gli esercizi 2017 e 2021.

5.4 Andamento del settore

Il mercato immobiliare italiano, dopo le buone *performance* che hanno caratterizzato lo scorso periodo, va verso un indebolimento del *trend* rialzista a seguito del progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico.

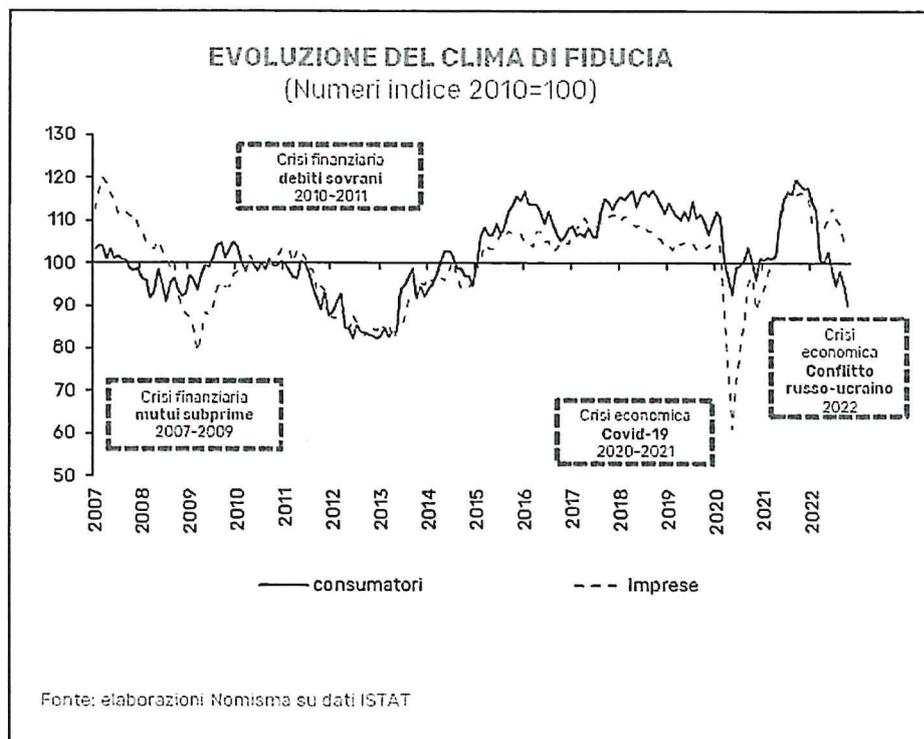
Dai dati emersi dal 3° *Rapporto 2022 sul mercato immobiliare*, pubblicato lo scorso novembre da *Nomisma*, si rileva un accentuato innalzamento dei prezzi che, da una parte, ha ridotto le capacità di spesa ed investimento di famiglie e imprese e, dall'altra, ha provocato l'adozione di una politica monetaria gradualmente restrittiva da parte della BCE. Tale intervento ha ridotto drasticamente la portata del canale creditizio, convertitosi in un transito inevitabile per una quota significativa del mercato immobiliare ma divenuto, *in itinere*, sempre meno accessibile da parte delle famiglie.

I sopra citati effetti risultano maggiormente acuiti da ulteriori fattori esogeni, quali il perdurare del conflitto russo – ucraino ed il conseguente innalzamento dei prezzi dell'energia e delle materie prime, fattori che hanno avuto ripercussioni negative sul clima di fiducia nutrito da parte di consumatori ed imprese.



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI




Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



Dal punto di vista della domanda, dall'analisi dei dati del report, emerge come nel 2022 la priorità sia stata la ricerca di una soluzione abitativa con spazi adeguati, ove far convivere vita familiare e professionale, a differenza di quanto avvenuto nel 2021, quando il fattore di attivazione era invece rappresentato dalla ricerca di un contesto al di fuori dei grandi centri urbani¹¹.

In tal senso, secondo il Rapporto Immobiliare 2022 realizzato dall'Agenzia delle Entrate in collaborazione con ABI, le regioni che rappresentano la maggiore quota di transazioni sono la Lombardia (21,2% sul totale nazionale) e il Lazio (10%)¹².

Sul fronte dei prezzi, nella media dei 13 maggiori mercati nel secondo semestre del 2022, si è registrato un aumento dello 0,5% per le abitazioni, a fronte di una flessione dello 0,6% per gli uffici e di una sostanziale invarianza per i negozi (-0,1%).

¹¹ Fonte: Report 3° Rapporto 2022 sul mercato immobiliare - Nomisma, novembre 2022.

¹² In crescita anche i mercati dell'Emilia Romagna, del Piemonte e del Veneto, che guadagnano oltre il 30% rispetto al 2020. Tra le grandi città spiccano Genova e Roma, rispettivamente con +32,2% e +31,4%.

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Diversamente, il mercato della locazione di abitazioni mostra maggiore vivacità in quanto recettore di buona parte della domanda abitativa. In proposito, infatti, si conferma il tasso di crescita dei canoni del primo semestre (1% ca. in media), a fronte della stasi registrata nel segmento degli uffici e della lieve flessione in quello dei negozi.

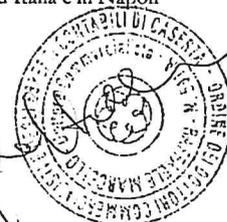
In base allo studio di *Nomisma*, il +1,1% dei canoni di locazione delle abitazioni, preceduto da un +0,9% nella prima parte dell'anno, è frutto di una maggiore pressione della componente di domanda che resta esclusa dal mercato dell'acquisto e di quella, già robusta, di chi cerca casa in affitto.

Come già accennato, dal punto di vista della *performance* l'indice del mercato immobiliare pone in evidenza, relativamente al secondo semestre del 2022, un rallentamento della crescita.

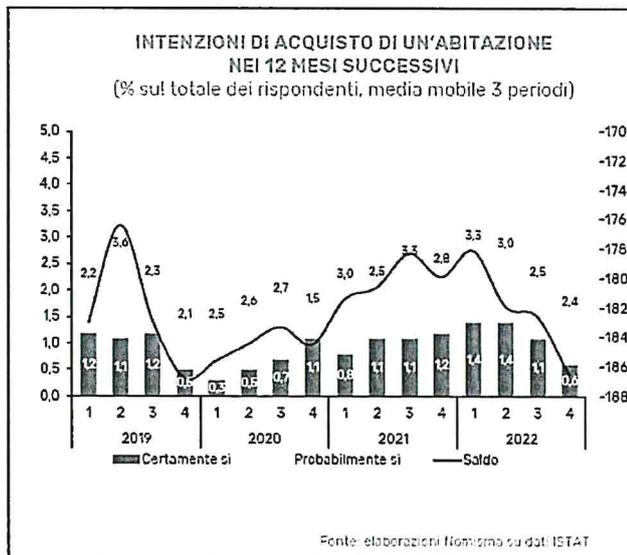
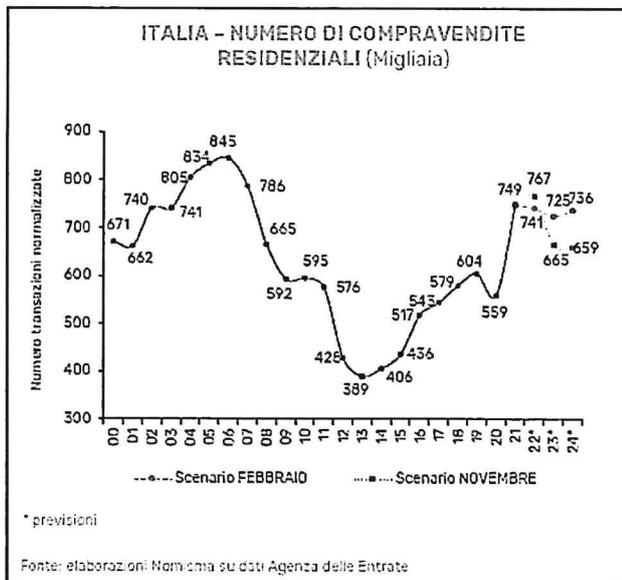
Si è indebolita, infatti, la spinta rialzista del mercato residenziale dell'acquisto dell'abitazione, complice la minore intensità della domanda, da una parte, e la favorevole inerzia dei prezzi, dall'altra. È, altresì, proseguito il lento recupero degli immobili d'impresa di piccole dimensioni, alimentato dalla prospettiva di ritorno del fatturato delle imprese sui livelli pre-Covid. Si conferma la buona *performance* del mercato residenziale della locazione, a fronte della pressione della domanda e della crescita dei canoni di mercato¹³.

Nel dettaglio, sul piano delle compravendite di abitazioni, nel primo semestre del 2022 in Italia si è registrato un aumento tendenziale del 10,1%, leggermente inferiore al +11% rilevato in corrispondenza degli immobili per l'impresa. I dati, relativamente al segmento abitativo, evidenziano un calo delle transazioni nel secondo semestre rispetto al primo pari all'8,9%, riconducibile perlopiù alla *performance* del quarto trimestre dell'anno.

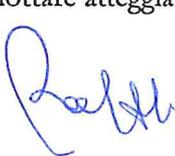
¹³ Sul mercato residenziale dell'acquisto in particolare, *Nomisma* individua in Milano e Padova per il Nord Italia e in Napoli e Bari per il Sud i mercati che anticipano le tendenze al rallentamento.



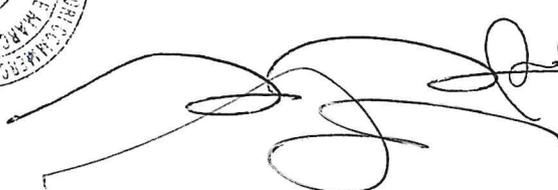
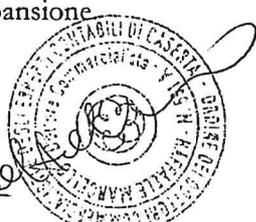
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



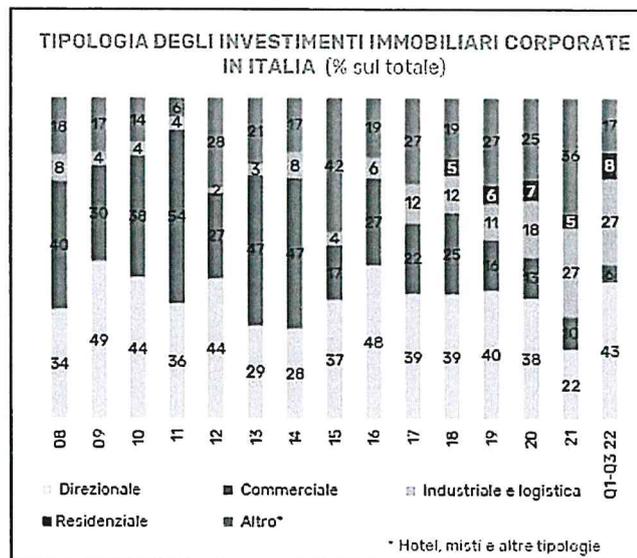
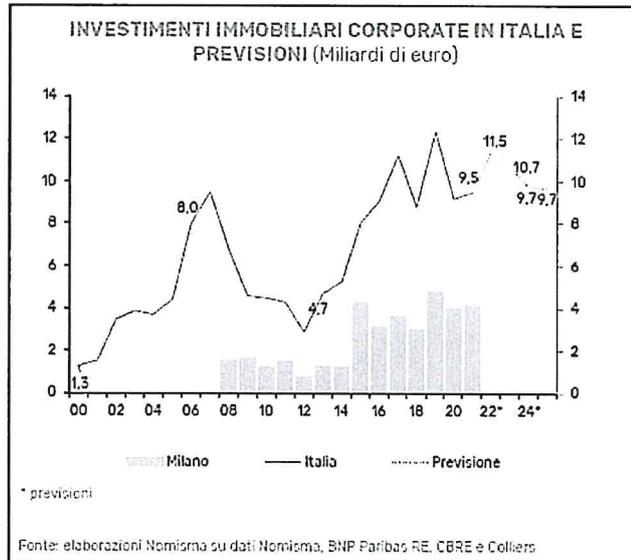
Sul versante *corporate*, si riscontra, invece, una diversa situazione in cui la ripresa è risultata vigorosa fino a tutto il terzo trimestre, alimentata dall'accresciuta attrattività dei settori alternativi (logistica e alberghiero) e del segmento direzionale. Tuttavia, la sopra citata evoluzione del quadro macroeconomico ha, anche in tal caso, spinto gli investitori stranieri ad adottare atteggiamenti attendisti e prudenti, i quali ne hanno contenuto l'espansione



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - AVVOCATI LEGALI

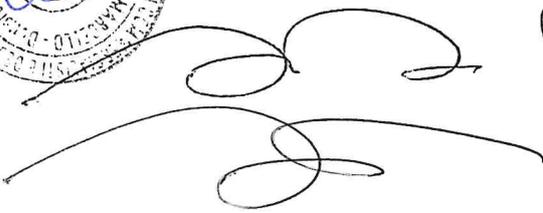
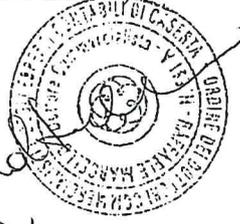
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



Ampliando il campo di studio e volgendo lo sguardo al mercato estero, in particolare a quello europeo, si rileva che il mercato immobiliare commerciale resta altamente attrattivo per gli investitori e riparte nel suo percorso di crescita. Infatti, nel corso della prima metà del 2022 gli investimenti immobiliari sono aumentati rispetto allo stesso periodo del 2021 (circa 20 miliardi di euro e un incremento di circa il 70%), per poi subire un rallentamento a causa di



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI REVISORI LEGALI

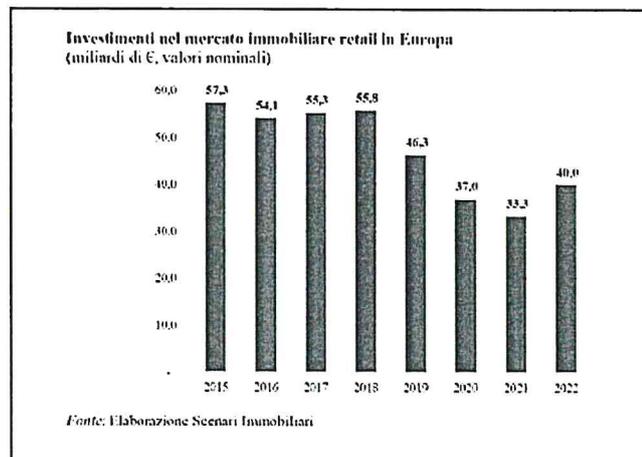
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

degli elevati livelli di inflazione, b) dell'incremento dei tassi di finanziamento, e c) dell'aumento dei livelli di incertezza economica e dei costi dell'energia nonché del perdurare del conflitto russo-ucraino.

Si rilevano, tuttavia, importanti transazioni concluse a fine anno, le quali hanno portato i volumi totali a superare i livelli del 2021: 40 miliardi di euro di investimenti complessivi, per un incremento di circa il 20%¹⁴.

Le previsioni per il 2023 risultano incerte e fortemente correlate alla sostenibilità economica dei canoni di locazione e alla loro capacità di incidere sui rendimenti.

I mercati più attrattivi, secondo lo studio di *Scenari Immobiliari*, restano Francia, Germania e Regno Unito, con investimenti che nel 2022 hanno raggiunto rispettivamente 6, 8,25 e 8,1 miliardi, mentre in Italia si è registrata una contrazione, con un valore totale pari a poco meno di 1 miliardo di euro.



¹⁴ Fonte: Rapporto sul mercato immobiliare commerciale "Living in a two – speed – world – Negozi di città e centri commerciali del nuovo decennio", elaborato da Scenari Immobiliari.

Roberto
STUDIO MARCELLO
NOTAIO COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

[Signature]

[Circular Stamp: SOCIETÀ DI CASSE DI RISERVA...]

[Circular Stamp: SOCIETÀ DI CASSE DI RISERVA...]

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Andamento dei prezzi medi nominali del settore commerciale^o
Cinque principali Paesi europei
(base 2015 = 100)

Paese	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	Var. % 2022/2021	Var. % 2023*/2022
Francia	100,0	101,5	103,1	105,1	110,0	106,0	102,0	103,5	109,3	1,8	5,3
Germania	100,0	101,7	103,2	105,1	102,6	96,0	92,0	92,8	97,8	0,9	5,1
Inghilterra	100,0	101,0	99,2	100,7	100,8	97,2	92,0	93,2	97,6	1,3	4,7
Spagna	100,0	101,8	108,0	113,1	114,1	107,0	101,5	105,2	110,3	0,7	4,8
Italia	100,0	100,5	101,2	101,1	101,5	97,1	91,1	93,9	91,9	-0,5	1,1
Media ES	100,0	101,9	103,0	105,4	105,8	100,8	97,0	97,8	101,9	0,3	4,3

(*) Previsione
 (*) Esercizi di vicinato
 (*) I dati sono disponibili per la sola Inghilterra e non per l'intera Gran Bretagna (Inghilterra, Scozia e Galles) - Dal 1° gennaio 2021 il Regno Unito non fa più parte della Ue
 Fonte: Elaborazione Scenari Immobiliari

In conclusione, va sottolineato che il *trend* generale futuro dipenderà molto dagli sviluppi macroeconomici. Invero, la diretta conseguenza di ciò è che il mercato immobiliare sta diventando sempre meno accessibile rispetto a quanto non lo sia stato fino a qualche mese fa, anche a causa del citato rialzo dei valori di compravendita e locazione.

Con molta probabilità, infatti, dopo lo straordinario *exploit* dell'ultimo anno e mezzo, si verificherà una riduzione dell'intensità della domanda accompagnata da un'attenuazione della crescita, peraltro già in atto, ma senza rischi di ridimensionamenti imminenti.

In aggiunta, va evidenziato che gli operatori del settore dovranno essere capaci di soddisfare una domanda sempre più sensibile alla tematica dell'ESG (*Environmental, Social e Governance*) e della sostenibilità, la quale costituisce una nuova sfida per tutti gli addetti.

Ad ogni modo, per il settore immobiliare, da sempre traino dell'economia, anche se dal punto di vista prettamente numerico non ci sono certezze assolute, si prospetta sì la fine di una fase in cui si sono raggiunti livelli straordinari, ma anche l'inizio di nuove ed imporanti sfide su vari piani, da quello ecologico a quello tecnologico e della sostenibilità finanziaria, nonché dell'accessibilità di tipo sociale ed economico.

5.5 Il Piano industriale 2022-2025

Il *management* ha elaborato un *business plan* riguardante il periodo 2022 - 2025, che sviluppa le proiezioni economico-finanziarie della *Società*. In riferimento al conto economico previsionale, il piano prevede una sostenuta crescita degli utili. Tale crescita risulta trainata da un aumento del fatturato e da un graduale miglioramento della marginalità operativa a









STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E RIVISORI LEGALI

Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

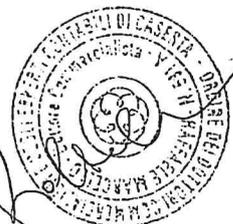
partire dal 2024. L'aumento degli utili contribuisce a rafforzare significativamente la situazione patrimoniale dell'azienda, mentre i flussi di cassa positivi comportano, oltre ad un aumento dell' disponibilità liquide, una graduale riduzione dell'esposizione debitoria verso le banche. Il piano industriale è sommariamente illustrato di sotto.

Conto Economico	01.01.2023-30.06.2023 Actual	1.07.2023-31.12.2023	2024	2025
<i>Valore della produzione</i>	927.577,00 €	1.429.959,00 €	2.711.510,00 €	3.303.618,00 €
<i>Costi della produzione</i>	778.735,00 €	1.027.118,00 €	1.988.737,00 €	2.337.219,00 €
EBIT	148.842,00 €	402.841,00 €	722.773,00 €	966.399,00 €
<i>Oneri e proventi finanziari</i>	5.095,00 €	4.711,00 €	7.322,00 €	4.429,00 €
<i>Imposte</i>	- €	161.771,00 €	210.101,00 €	280.562,00 €
Utile	143.747,00 €	236.359,00 €	505.350,00 €	681.408,00 €
Stato Patrimoniale		2023	2024	2025
<i>Immobilizzazioni Immateriali</i>		21.893,00 €	14.867,00 €	7.877,00 €
<i>Immobilizzazioni Materiali</i>		6.487,00 €	3.684,00 €	1.159,00 €
<i>Clienti</i>		356.749,00 €	310.122,00 €	324.852,00 €
<i>Magazzino</i>		96.131,00 €	96.131,00 €	96.131,00 €
<i>Disponibilità Liquide</i>		668.928,00 €	862.822,00 €	1.307.453,00 €
<i>Altre attività</i>		430.910,00 €	571.025,00 €	720.068,00 €
Totale Attività		1.581.098,00 €	1.858.651,00 €	2.457.540,00 €
<i>Patrimonio Netto</i>		752.174,00 €	1.257.524,00 €	1.938.932,00 €
<i>Debiti Verso Banche</i>		402.596,00 €	266.446,00 €	127.404,00 €
<i>Debiti Verso Fornitori</i>		222.581,00 €	146.100,00 €	164.639,00 €
<i>Altri Debiti</i>		203.747,00 €	188.581,00 €	226.565,00 €
Totale Passività		1.581.098,00 €	1.858.651,00 €	2.457.540,00 €

6. Documenti, dati e fonti utilizzati

In particolare, il sottoscritto ha consultato, tra l'altro, la seguente documentazione:

- 3° Rapporto 2022 sul mercato immobiliare, pubblicato da Nomisma a novembre 2022;
- Bilanci della Dismissioni Immobiliari s.r.l. dal 2019 al 2021;
- Business Plan 2022-2025 della Dismissioni Immobiliari s.r.l.;



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

- Contratti di locazione;
- Rapporto Immobiliare 2022, realizzato dall'Agenzia delle Entrate in collaborazione con ABI;
- Report "*Living in a two – speed – world – Negozi di città e centri commerciali del nuovo decennio*", *Scenari Immobiliari*;
- Sito web aziendale www.dismissioniimmobiliari.com;
- Visura aggiornata della *Dismissioni Immobiliari s.r.l.*

7. Le metodologie di valutazione applicate

La classificazione della Società tra quelle di servizi ha inciso sulla scelta dei metodi da impiegare, privilegiando, rispetto a quelli basati sul patrimonio, altri informati alle aspettative economico e finanziarie. Infatti, in questa tipologia di aziende:

- la capacità di produrre flussi economici o finanziari dipende, in larga misura, dall'organizzazione e dal know how aziendale;
- il patrimonio ha un ruolo secondario nel processo di creazione del valore;
- i componenti patrimoniali sono privi di autonomo valore o lo stesso, ove determinabile con sufficiente attendibilità, assume scarsa significatività, prevalendo i vincoli di interdipendenza tra i vari fattori produttivi.

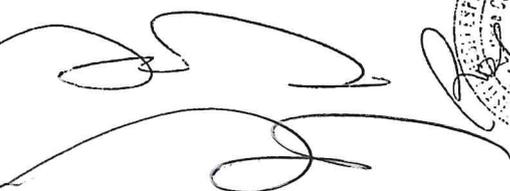
Pertanto, è stato privilegiato l'*Unlevered Discounted Cash Flow Method*, facendo altresì ricorso, a fini prudenziali, al valore risultante dall'applicazione del *Metodo reddituale complesso*.

7.1 Scenario e parametri utilizzati

I metodi di valutazione impiegati hanno richiesto la preventiva determinazione dei flussi economici e finanziari previsti per gli esercizi successivi alla data di riferimento della



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI




Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

valutazione e per l'esercizio a regime. A tal fine, è stato possibile utilizzare il metodo dei risultati programmati, che fa riferimento ai risultati economici previsti nel Piano predisposto dall'azienda oggetto di valutazione; in particolare, si è fatto riferimento alla dinamica reddituale prospettica per l'intervallo temporale 2022-2025 assunta dal Piano trasmesso allo scrivente. Tuttavia, per accentuare l'affidabilità dei valori attesi negli esercizi futuri (2024 e 2025) ed anche a fini prudenziali, si è preferito rettificare i valori attesi per il tasso di crescita storico del settore di riferimento, identificato secondo avvertita dottrina¹⁵ nel 2,39% (due virgola trentanove per cento). Tale abbattimento riflette un approccio prudenziale, volto a catturare circostanze varie, difficilmente prevedibili, quali ad esempio l'insorgenza di possibili scenari futuri, tra cui una minore redditività del ramo, un aumento del rischio o l'incidenza di possibili accantonamenti e svalutazioni.

7.2 Metodo di valutazione *Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)*

Si è fatto ricorso ad una metodica di tipo finanziario che determina il valore economico del capitale in base al valore attuale dei *free cash flow* (al lordo degli oneri finanziari) generati in futuro, attualizzati ad un tasso che consideri il premio per il rischio connesso ad un determinato *business*.

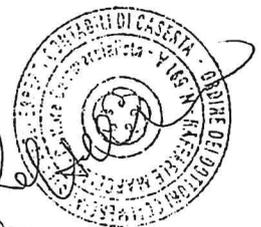
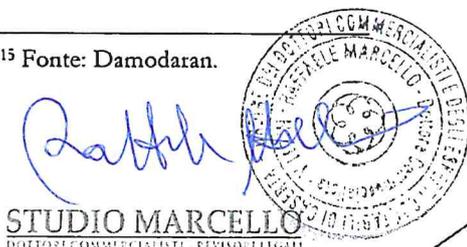
Il valore economico del capitale è quindi espresso dalla formula:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCF_k}{(1+WACC)^k} + HV - NFP$$

dove:

- W Valore economico del capitale
- NFP Posizione finanziaria netta
- FCF_k Flusso di cassa disponibile nell'anno K
- WACC *Weighted Average Cost of Capital*

¹⁵ Fonte: Damodaran.



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

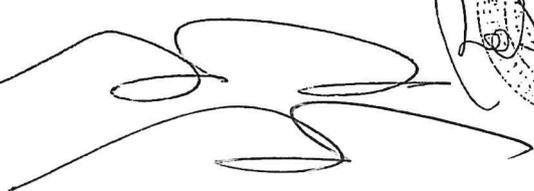
N	Periodo esplicito (3 anni)
HV	Valore residuale (<i>Horizon</i> o <i>Terminal Value</i>)

L'applicazione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) ha comportato il ricorso ad alcune ulteriori assunzioni ed ipotesi operative, di seguito illustrate:

- nella determinazione dei flussi di cassa, le previsioni finanziarie si sono basate su quelle elaborate nel richiamato Piano per il periodo 2022 – 2025. Come richiamato di sopra, i valori attesi per gli esercizi futuri (2024 e 2025) sono stati prudenzialmente rettificati per il tasso di crescita storico del settore Real Estate (Service and Operations), pari al 2,39%. Inoltre, nel calcolo dei flussi di reddito per l'esercizio 2023, sono stati considerati i flussi di reddito conseguiti, ovvero a partire dal 3° trimestre del 2023;
- sono stati esclusi costi non monetari (p.e. ammortamenti ed accantonamenti) che, non dando luogo ad uscite, non influenzano i flussi finanziari;
- per il calcolo della variazione annua del C.C.N., si è fatto riferimento all'incidenza del C.C.N. sul reddito operativo prevista dal *Business Plan*. Questo valore è stato, in seguito, applicato ai valori reddituali previsti per calcolare il valore annuo del C.C.N.;
- nella determinazione del valore economico del capitale, il valore della Posizione Finanziaria Netta è stato desunto dal *Business Plan* per l'esercizio 2022. Nello specifico, la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, nella misura di - €/000 146, in quanto il valore delle disponibilità liquide eccede quello delle passività finanziarie;
- per quanto riguarda il calcolo del *Terminal Value*, si è prudenzialmente assunto un reddito operativo a regime pari al reddito operativo conseguito nel 2025, ovvero €/000 584. In particolare, si è assunto che a regime gli ammortamenti siano pari agli investimenti previsti dal piano e che il C.C.N. rimanga costante;
- per le imposte si è supposto il pagamento nell'anno. Nel calcolo delle imposte, è stata applicata un'aliquota IRES pari al 24% più un'aliquota IRAP del 4,82% per la Regione Lazio.



STUDIO MARCELLO
 DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI




Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Dato che la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, si è assunto che il WACC coincida con il costo del capitale di rischio (*cost of equity*). In linea generale, il tasso applicato per l'attualizzazione dei flussi è risultato pari al 6,79% (sei virgola settantanove per cento), determinato come segue:

COST OF EQUITY	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate</i>	0,65%
<i>Market Risk-Premium</i>	7,85%
<i>Additional Risk-Premium</i>	3%
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	6,79%

I criteri alla base dei valori riportati nel prospetto di sopra sono illustrati di seguito:

- il coefficiente (beta) è stato individuato in linea con i criteri dettati nel *Capital Asset Pricing Model*. Il valore per il settore *Real Estate (Service and Operations)*. Dato che la società presenta una Posizione Finanziaria Netta negativa, non si è reso necessario rettificare tale valore per la struttura patrimoniale della Società;
- il rischio relativo del mercato è mediamente indicato per quello italiano nella misura del 7,85% (sette virgola ottantacinque per cento)¹⁶, tuttavia, nel calcolo si è prudenzialmente preferito esprimere un'ulteriore maggiorazione pari al 3% (tre per cento) in linea con i profili di rischio specifici dell'azienda (p.e. dismissioni, liquidabilità, etc.);
- il *Risk Free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento lordo dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a tre anni alla data di riferimento (3,07%)¹⁷. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel breve periodo a 2,40 %¹⁸, si determina un *net risk free rate* pari allo 0,65%.

¹⁶ Talc valore risulta dalla media aritmetica del *market risk premium* riportato rispettivamente da Damodaran e Fernandez et al., (2022) *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 95 countries in 2022*.

¹⁷ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁸ Fonte: European Central Bank, *ECB Inflation Forecasts* (2022q4).



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Inoltre, data la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime, si è preferito adoperare attualizzare il *Terminal Value* ad un tasso che ne rifletta più accuratamente i profili di rischio. In particolare, il *WACC* applicato per l'attualizzazione del valore residuale è pari al 10,66% (dieci virgola sessantasei per cento) e determinato come segue:

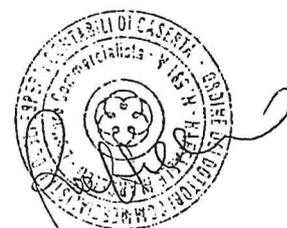
COST OF EQUITY Terminal Value	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate</i>	2,52%
<i>Market Risk-Premium</i>	7,85%
<i>Additional Risk-Premium</i>	5%
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	10,66%

Di seguito, sono riportate le maggiori differenze rispetto ai i criteri adoperati in precedenza:

- si è prudenzialmente preferito esprimere un'ulteriore maggiorazione del rischio pari al 5% (cinque per cento) in linea sia con i profili di rischio specifici dell'azienda sia con la maggiore incertezza nella stima dei flussi a regime;
- il *Risk Free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento lordo dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a trenta anni alla data di riferimento (4,78%)¹⁹. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel lungo periodo al 2,20%²⁰, si determina un *net risk free rate* pari al 2,52%.

Attualizzando dunque i flussi di cassa a regime (€/000 416) al predetto tasso del 10,66%, si determina un valore del *Terminal Value* pari a €/000 3.901. La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti tramite l'utilizzo dell'*UDCF*:

¹⁹ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze
²⁰ Fonte: European Central Bank, HICP Inflation Forecasts (2022q4).



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

	2023	2024	2025	Terminal Value
<i>EBIT</i>	402.840,98 €	567.846,96 €	584.484,87 €	584.484,87 €
<i>EBIT al netto delle imposte</i>	286.742,21 €	404.193,46 €	416.036,33 €	416.036,33 €
<i>-Ammortamenti e accantonamenti</i>	13.351,77 €	26.667,55 €	29.317,43 €	- €
<i>CAPEX</i>	4.932,11 €	- €	- €	- €
<i>Variazione CCN</i>	281.505,17 €	- 41.681,46 €	- 66.307,77 €	- €
<i>Flussi di cassa</i>	13.656,70 €	472.542,47 €	511.661,53 €	3.901.147,00 €
<i>Flussi di cassa attualizzati</i>	12.787,86 €	414.328,42 €	420.086,37 €	3.202.935,06 €
<i>Enterprise Value</i>	4.050.137,70 €			
<i>PFN</i>	146.068,38 €			
<i>Valore patrimonio netto</i>	4.196.206,08 €			

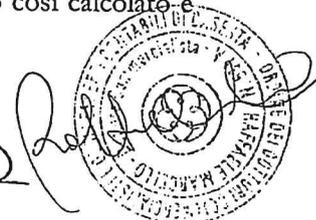
Complessivamente, applicando i tassi individuati ai *cash flow* precedentemente specificati ed al *Terminal Value*, si determina un valore del capitale economico aziendale di €/000 4.196 (quattromilionicentonovantaseimila).

7.3 Metodo di valutazione reddituale

Il Metodo reddituale fa derivare il valore economico della Società dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre, attraverso la loro attualizzazione ad un tasso individuato in base alle condizioni di mercato vigenti alla data della valutazione.

Nella fattispecie si è fatto ricorso alla variante del Metodo reddituale complesso, che fa derivare il valore dell'azienda dalla somma dei valori attuali:

- dei risultati previsti per n anni in un intervallo temporale i cui confini sono generalmente definiti dall'ampiezza della capacità previsionale e dalla accuratezza delle stime;
- del valore finale dell'azienda al termine dell'intervallo cui si estendono le previsioni di cui al punto a) (*Terminal value*). Tale grandezza è di norma assunta pari al reddito previsto dopo il periodo n , o ad una media dei risultati degli esercizi più vicini; l'importo così calcolato è



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

considerato stabile nei successivi periodi e, quindi, non influenzato dal tasso di crescita eventualmente applicato per i precedenti redditi ed è attualizzato in base ad un apposito tasso, ricorrendo alla formula R/i . In alternativa, è possibile ricorrere ad alcune *proxy*, rappresentate, ad esempio, dal valore corrente o di liquidazione del complesso.

Nel metodo appena descritto le variabili fondamentali sono rappresentate da:

- l'ampiezza del riferimento temporale nel calcolo dei singoli redditi e della successiva redditività dopo il periodo n ;
- i redditi analiticamente previsti per gli esercizi immediatamente a venire;
- il tasso di attualizzazione.

Nel calcolo dei redditi futuri, partendo dai dati presenti nel *Business Plan* sono state adottate le seguenti ipotesi:

- è stato assunto un orizzonte di tre anni per la determinazione dei redditi da assumere analiticamente nel calcolo del valore economico del capitale;
- per la stima dei flussi reddituali previsti, si è fatto ricorso agli utili previsti dal *Business Plan* al netto delle imposte per l'orizzonte temporale di riferimento. Tuttavia, come di sopra, i flussi reddituali attesi per gli esercizi 2024 e 2025 sono stati rettificati per il tasso di crescita storico del settore di riferimento;
- si è prudenzialmente assunto che a partire dal 2025 gli utili della Società coincidano con il reddito a regime. Di conseguenza, nel calcolo del *Terminal Value*, si sono supposti flussi di reddito a regime pari all'utile previsto nel 2025, ovvero €/000 403;
- nel calcolo delle imposte, è stata applicata un'aliquota IRES pari al 24% più un'aliquota IRAP del 4,82% per la Regione Lazio.

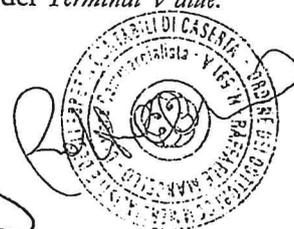
Adoperando le seguenti assunzioni, il valore dei redditi futuri è, rispettivamente, pari a:

$$R_1 = \text{€/000 } 236;$$

$$R_2 = \text{€/000 } 391;$$

$$R_3 = \text{€/000 } 403;$$

Come di sopra, tali flussi reddituali sono stati attualizzati ad un tasso del 6,79%. Tuttavia, data la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime, si è preferito adoperare un tasso che rifletta più accuratamente tali profili di rischio nel calcolo del *Terminal Value*.



Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Come di sopra, tale tasso di attualizzazione è quantificato nella misura del 10,66%. Si determina così un valore del *Terminal Value* di €/000 3.776.

Come riportato dalla tabella di seguito, applicando il tasso individuato (6,79%) ai redditi precedentemente specificati ed al valore residuale, il valore del patrimonio netto è quantificato nella misura di €/000 3.995 (tremilioninovecentonovantacinquemila), valore sostanzialmente allineato alla stima del DCF.

	2023	2024	2025	Terminal Value
<i>Utili attesi</i>	236.358,63 €	391.243,11 €	402.706,54 €	3.776.154,31 €
<i>Utili attualizzati</i>	221.321,39 €	343.044,60 €	330.631,70 €	3.100.313,07 €
<i>Valore patrimonio netto</i>	3.995.310,77 €			

8. Attestazione del valore del capitale

In base ai metodi di valutazione ai quali ci si è basati nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte e nei limiti delle condizioni richiamate in premessa, il sottoscritto ritiene che il valore economico della Società oggetto di valutazione sia ragionevolmente pari alla media dei valori stimati con il Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (€/000 4.196) e con il Metodo reddituale complesso (€/000 3.995), pervenendo così ad un valore di €/000 4.095 (quattromilioninovecentacinquemila).

Ciò detto, il sottoscritto attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del codice civile, che il valore delle quote è pari ad un importo non superiore a €/000 4.095 (quattromilioninovecentacinquemila).

Tanto in adempimento del mandato conferito e nei limiti della documentazione in mio possesso.

Addì, 15 maggio 2023




Prof. Dott. Raffaele Marcello






ANTONIO DECIMO
NOTAIO

Repertorio n° 96840

(articolo 1 n° 4 R.D.L. 14 luglio 1937 n° 1666)

ASSEVERAZIONE CON GIURAMENTO

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventitre, il quindici del mese di maggio in Santa Maria Capua Vetere (CE), via Caduti di Nassiriya "Victoria Park".

Avanti a me dottor Antonio Decimo, notaio in Santa Maria Capua Vetere, iscritto presso il Collegio Notarile di Santa Maria Capua Vetere, è presente il signor:

** MARCELLO RAFFAELE, nato a Santa Maria Capua Vetere (CE) il 5 aprile 1966, residente in Santa Maria Capua Vetere (CE), via Luigi Sturzo n° 103,

codice fiscale: MRC RFL 66D05 I234R,

della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge il comparente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:

" GIURO di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate al solo scopo di far conoscere al giudice la verità."






Di questo atto, scritto in parte con mezzi elettronici da persona di mia



fiducia ed in parte di mio pugno, ho dato lettura al comparente che lo
approva dichiarandolo conforme alla sua volontà ed al vero e lo
sottoscrive con me notaio nei fogli di cui consta alle

ore *de essere e minut. Comp. etc.*

Raffaele

