



IMVEST S.P.A.

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SUL PUNTO 1 ALL'ORDINE DEL GIORNO DELL'ASSEMBLEA IN SEDUTA STRAORDINARIA

predisposta anche ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, del Codice Civile relativamente all'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, da liberarsi mediante il conferimento in natura di partecipazioni in Invest S.p.A.

Pubblicazione - Milano 12 Giugno 2023

*** **

La presente relazione illustrativa è messa a disposizione del pubblico presso la sede legale e la sede operativa di Invest S.p.A. (rispettivamente in Roma, Via G. Pisanelli n. 4 (RM) e Milano, Via Victor Hugo n. 2 (MI) sul sito internet di Invest www.imvest.it, sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "Emarket Sdir Storage" (www.emarketsdirstorage.it), nonché sul sito di Borsa Italiana S.p.A. www.borsaitalian.it, sezione Azioni/Documenti



RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI IMVEST S.P.A SUL PUNTO 1 ALL'ORDINE DEL GIORNO DELL'ASSEMBLEA IN SEDUTA STRAORDINARIA REDATTA ANCHE AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMA SESTO DEL CODICE CIVILE RELATIVA ALLA PROPOSTA DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A PAGAMENTO CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMA 4, PRIMO PERIODO CODICE CIVILE

Signori Azionisti,

siete convocati in Assemblea Straordinaria per deliberare, tra l'altro, in merito al seguente punto all'ordine del giorno

- Aumento del capitale sociale a pagamento, per un importo complessivo, comprensivo di sovrapprezzo di Euro 4.250.000,00, mediante emissione di complessive n. 146.551.724 azioni ordinarie Invest con le medesime caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione senza indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo del Codice Civile, da liberarsi in natura mediante conferimento di partecipazioni sociali in Invest, da offrire in sottoscrizione esclusivamente *(i)* per complessive n. 120.689.655, in favore di GBF Immobiliare S.r.l., Euro Invest Real Estate S.r.l. e IPG S.r.l, in proporzione alle rispettive quote di proprietà del capitale sociale della Società Dismissioni Immobiliare S.r.l., per il controvalore complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 3.500.000, e *(ii)* per complessive n. 25.862.069 in favore di Lira Consulting S.r.l., socio unico di Lira Advisory S.r.l., per il controvalore complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 750.000,00

Premessa

La presente relazione (la "**Relazione**") viene redatta anche ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, del Codice Civile al fine di illustrare:

- (i)* l'operazione di Invest S.p.A. ("**Invest** "o l "**Emittente**") avente ad oggetto l'aumento di capitale (l'"**Aumento di Capitale Riservato**") a pagamento, in via scindibile, per l'importo complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 4.250.000,00, mediante emissione di complessive n. 146.551.724 azioni ordinarie Invest, prive di indicazione del valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione alla data di



emissione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, Codice Civile, da offrire in sottoscrizione esclusivamente: **(a)** in favore di GBF Immobiliare S.r.l, Euro Invest Real Estate S.r.l. e IPG S.r.l., nella qualità di soci della Società Dismissioni Immobiliari S.r.l. (rispettivamente i **"Soci Dire"** e **"Dismissioni"** o **"Dire"**), in proporzione alle rispettive quote di proprietà, per complessive n. 120.689.655 azioni ordinarie Invest al controvalore complessivo di Euro 3.500.000 (*tremilioni cinquecento mila virgola zero zero*), comprensivo di sovrapprezzo, da liberarsi da parte dei Soci DIRE mediante il conferimento, in proporzione alle rispettive quote di proprietà, delle partecipazioni sociali detenute, costituenti alla data di sottoscrizione, complessivamente l'intero capitale sociale di DIRE (la **"Partecipazione Dire"**), e **(b)** in favore di Lira Consulting S.r.l nella qualità di socio unico di Lira Advisory S.r.l., (rispettivamente **"Socio Lira Advisory"** e **"Lira Advisory"**), per complessive n. 25.862.069 azioni ordinarie Invest, al controvalore complessivo di Euro 750.000,00 (*settecentocinquantamila virgola zero zero*), comprensivo di sovrapprezzo, da liberarsi da parte del Socio Lira Advisory mediante il conferimento della partecipazione detenuta, costituente alla data di sottoscrizione, l'intero capitale sociale di Lira Advisory S.r.l. (la **"Partecipazione Lira"**);

- (ii)** le ragioni dei conferimenti in natura della Partecipazione Dire e della Partecipazione Lira;
- (iii)** i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per determinare il prezzo di sottoscrizione delle relative azioni Invest di nuova emissione.

Illustrazione dell'operazione

Si ricorda che la Società ha avviato e sta proseguendo un processo di sviluppo strategico che mira ad attuare un'espansione delle attività *core* esercitate a livello di Gruppo, mediante l'allargamento delle attuali linee di *business* ed includendo altresì ulteriori attività, le quali, connesse ed accessorie alle prime, consentiranno di rendere sempre di più il Gruppo un operatore integrato di servizi immobiliari a 360° ad alto contenuto tecnologico, in grado di creare valore in ogni fase della gestione immobiliare.



Nell'ambito di tale sviluppo, si ricorda che, al fine di stringere sinergie e *partnership* strategiche, in esercizio parziale della delega ad esso conferita dall'Assemblea degli Azionisti, tenutasi in data 30 giugno 2021, il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato:

- in data 10 giugno 2022 un aumento di capitale sociale a pagamento, in denaro, in via scindibile, per complessivi euro 696.784,14 (*seicentonovantaseimilasettecentoottantaquattro virgola quattordici*), comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di massime numero 41.549.442 nuove azioni ordinarie Invest con le medesime caratteristiche di quelle in circolazione prive di indicazione del valore nominale espresso, da sottoscrivere entro il termine finale di sottoscrizione del 30 giugno 2022, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quinto del Codice Civile, in quanto riservate a terzi investitori, ritenuti *partner* strategici, in esecuzione di accordi sottoscritti con la Società a supporto del predetto sviluppo strategico, e in particolare, in parti uguali tra loro, a Maghen Capital S.p.A., Berenice Capital S.r.l. e Two Elle Group Ltd (gli "**Investitori**"). Tale aumento si è perfezionato con la sottoscrizione integrale da parte degli Investitori di n. 13.849.814 azioni ordinarie Invest di nuova emissione, ciascuno, e relativo versamento per complessivi nominali Euro 415.494,42 e relativo sovrapprezzo di Euro 281.289,72 (*cfr Comunicato stampa del 30 maggio 2022, 8,9,10, 27 e 30 giugno 2022, 12 luglio 2022*);
- In data 28 dicembre 2022, un ulteriore aumento di capitale sociale a pagamento in denaro in via scindibile, per massimi nominali Euro 984.580,34, oltre a sovrapprezzo di massimi Euro 226.453,48, mediante emissione di massime numero 49.229.017 nuove azioni ordinarie Invest aventi le medesime di quelle in circolazione prive di indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile, con termine finale di sottoscrizione ai sensi dell'art. 2439, comma secondo, del Codice civile, fissato al giorno 31 gennaio 2023, al prezzo per azione di euro 0,0246 ciascuna (di cui euro 0,02 ad incremento di capitale e euro 0,0046 a titolo di sovrapprezzo), riservato alla sottoscrizione, nelle proporzioni descritte nella rispettiva delibera, di terzi investitori, *partner* strategici, in esecuzione degli accordi sottoscritti con la Società a supporto del predetto sviluppo strategico. Tale aumento di capitale sociale si è perfezionato in data 31 gennaio 2023 mediante la sottoscrizione e liberazione da parte degli investitori, e in particolare da parte di Maghen Capital S.p.A., Berenice Capital S.r.l.,



Two Elle Group Ltd, Grandi Stabili S.r.l., San Marco R.E. S.r.l., Dana Holding S.r.l., Mega Moda S.p.A., Gruppo Naman S.r.l e All in Re S.r.l., di complessive n. 45.160.503 azioni ordinarie Invest per nominali Euro 903.210,06 e relativo soprapprezzo di Euro 207.738,31. (cfr comunicati stampa del 30 maggio 2022, 8,9,10 e 27 giugno 2022, 5 agosto 2022, 20, 23 e 27 dicembre 2022 e 3 gennaio 2023, 1° e 10 febbraio 2023).

Pertanto, nell'ottica di proseguimento del predetto sviluppo strategico, il Consiglio di Amministrazione in data 26 maggio 2023 ha approvato il nuovo piano industriale redatto per il triennio 2023-2025 e basato sul nuovo modello di *business* di servizi integrati nel settore *real estate*, il quale prevede, altresì, una crescita per linee esterne, già ipotizzando, a partire dal secondo semestre 2023, l'eventuale integrazione di due primarie realtà, l'una operante nel settore dell'intermediazione immobiliare e l'altra operante nel settore della consulenza e advisory, laddove sulla base dei relativi accordi e approvata la proposta di delibera in merito all'Aumento di capitale Riservato da parte dell'Assemblea degli azionisti in seduta straordinaria, si perfezionino il Conferimento Dire e il Conferimento LIRA, il tutto secondo i termini dei rispettivi accordi vincolanti sottoscritti con la Società, rispettivamente dai Soci Dire da un lato, e il Socio Lira Advisory dall'altra.

In particolare, si evidenzia che:

- in data 24 aprile 2023 Invest ha ricevuto una manifestazione di interesse (la "**Manifestazione di Interesse Dire**") non vincolante da parte dei Soci Dire contenente le linee guida -come definite sullo scambio di informazioni intervenuto tra le parti- di un'eventuale operazione, ai sensi della quale i Soci Dire avrebbero manifestato interesse a sostenere lo sviluppo strategico di Invest, con particolare riguardo al rafforzamento dell'attività di intermediazione immobiliare mediante il conferimento in natura della Partecipazione Dire a liberazione di un aumento di capitale sociale da deliberarsi a cura di Invest, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, Codice Civile,
- in data 17 aprile 2023 Invest ha ricevuto una manifestazione di interesse (la "**Manifestazione di Interesse LIRA**") non vincolante da parte di Lira Consulting S.r.l. contenente le linee guida -come definite sullo scambio di informazioni intervenuto tra le parti- di un'eventuale operazione, ai sensi della quale Lira Consulting S.r.l. avrebbe manifestato interesse a sostenere lo sviluppo strategico di Invest, mediante apporto di



nuove *expertise* nel settore della consulenza e advisory e di conseguenza si sarebbe impegnata a costituire una nuova società a responsabilità limitata con la denominazione di Lira Advisory S.r.l. mediante conferimento del ramo d'azienda costituito dall'attività di consulenza e advisory (il "**Ramo d'Azienda**"), impegnandosi, altresì, successivamente, a conferire la Partecipazione LIRA a liberazione di un aumento di capitale sociale da deliberarsi a cura di Invest, mediante emissione di nuove azioni ordinarie Invest con le medesime caratteristiche di quelle in circolazione prive di indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, Codice Civile.

In seguito alla sottoscrizione delle predette manifestazioni di interesse, sono proseguite le negoziazioni, durante le quali Invest ha altresì svolto alcune attività di due diligence, sia in relazione a Dire sia in relazione a Lira Consulting, con il supporto di professionisti specializzati e sulla base dei documenti e delle informazioni messe a disposizione di questi ultimi, da un lato da parte di Dire e dei suoi soci e dall'altro da parte di Lira Consulting e il suo socio unico.

Dismissioni è una società che opera nel settore dell'intermediazione immobiliare, gestendo patrimoni sia privati sia in portafoglio a enti istituzionali su tutto il territorio nazionale, con particolare focus sulle città di Roma, Milano e Torino. In particolare, svolge la propria attività fornendo servizi di consulenza tecnico-commerciale per la valutazione degli immobili, consulenza in materia fiscale, nonché servizi di assistenza e consulenza per la vendita e la locazione degli immobili, anche nella fase successiva alla vendita e/o alla locazione stesse.

Lira Advisory è una società costituita da parte di Lira Consulting S.r.l. mediante conferimento da parte di quest'ultima del Ramo d'Azienda. Lira Advisory, pertanto, svolge attività di consulenza e advisory, coordinando nella propria struttura societaria le competenze di diversi professionisti con pluriennale esperienza nell'ambito legale, amministrativo e finanziario. In particolare, offre servizi di consulenza e advisory in favore di società a supporto dello sviluppo delle proprie attività, con particolare focus nel settore *real estate* e dei crediti *non performing* con sottostante immobiliare.

Attualmente:



- a) il capitale sociale di Lira Consulting S.r.l. – socio unico di Lira Advisory S.r.l. – è pari a complessivi euro 25.000,00 i.v. è interamente detenuto dalla signora Siggillino Giovanna (il “**Socio Lira Consulting**”);
- b) il capitale sociale di Dismissioni, pari a complessivi Euro 25.000,00 i.v., è così ripartito tra:
 - (i) GBF Immobiliare S.r.l. per nominali euro 6.250,00 pari al 25% del capitale sociale; (ii) Euro Invest Real Estate S.r.l. per nominali Euro 6.250,00 pari al 25% del capitale sociale e
 - (iii) IPG S.r.l. per nominali Euro 12.500,00 pari al 50% del capitale sociale.

Si precisa che, con riguardo a Dismissioni, l’operazione si configura per l’Emittente quale operazione significativa ai sensi dell’art. 12 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan (“**Regolamento Emittenti EGM**”) in ragione del superamento degli indici di rilevanza di cui alla Scheda Quattro allegata al medesimo Regolamento Emittenti EGM, nonché quale – seppur parzialmente – Operazione con Parte Correlata di maggiore rilevanza ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società in conformità all’art. 13 del Regolamento Emittenti EGM e del Regolamento per le Operazioni con Parti Correlate adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche (“**Regolamento Consob OPC**”). Essa rappresenta una operazione con parte correlata anche ai sensi del principio contabile internazionale ISA 24 *pro tempore* vigente, applicabile, con specifico riferimento a IPG S.r.l., in ragione del fatto che il Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato dott. Raffaele Israilovici detiene, direttamente e indirettamente, l’intero capitale sociale della stessa, e ricopre altresì la carica di Amministratore Unico. A tal riguardo si evidenzia che, in conformità alle disposizioni di cui agli articoli 12 e 13 del Regolamento Emittenti EGM, nonché in conformità alla Procedura OPC, la Società, in occasione della firma degli accordi vincolanti, rispettivamente sottoscritti con i Soci Dismissioni e con Lira Consulting, ha fornito *disclosure* al mercato in data 29 maggio 2023, mediante diffusione e pubblicazione con le modalità di legge di un comunicato stampa contenente le informazioni anche relative alle operazioni *de quo*, redatto, in conformità alla Scheda Quattro allegata al Regolamento Emittenti EGM. Si precisa, dunque, che l’Emittente ha rispettato anche gli obblighi di *disclosure* per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza previsti dalla Procedura OPC, la quale infatti prevede esplicitamente all’art. 10.6 che, qualora un’operazione con parte correlata di maggiore rilevanza si configuri altresì quale operazione rilevante ai sensi dell’art. 12 del Regolamento Emittenti EGM, la prima tra le pubblicazioni effettuate dall’Emittente in ragione delle



applicabili disposizioni, assolve ogni obbligo di informativa, come nel caso di specie è stato il comunicato stampa pubblicato dalla Società in data 29 maggio 2023 e il comunicato stampa ad integrazione pubblicato in pari data.

Si precisa altresì che, il Consigliere Indipendente, dottoressa Nicla Cornacchiola, la quale è stata tenuta costantemente aggiornata in merito all'evoluzione delle negoziazioni con particolare riferimento all'operazione di conferimento di Dismissioni Immobiliari S.r.l, stante -come detto- la sua natura di operazione con parte correlata --seppur parzialmente-, sulla base della documentazione ad essa fornita relativa, tra le altre, alle attività di due diligence svolte dall'Emittente, alla relazioni di stima del valore economico dell'intero capitale sociale d delle medesima società, in conformità alle disposizioni di cui al paragrafi 4 e 5 della Procedura OPC, ha espresso parere positivo in merito all'interesse della Società all'operazione di acquisizione del 100% del capitale sociale di Dismissioni, stante la derivante opportunità di rafforzamento dei servizi immobiliari offerti dall'Emittente, in piena coerenza con il nuovo modello di business basato sull'erogazione di servizi integrati nel settore *real estate*, permettendo il rafforzamento dell'attuale linea di business dell'intermediazione immobiliare, potendo beneficiare del know-how apportato dalla realtà acquisita. Il parere sottoscritto dall'Amministratore Indipendente dottoressa Nicla Cornacchiola in merito all'interesse della Società al compimento dell'operazione (con riguardo a Dismissioni Immobiliari S.r.l.) è pubblicato sul sito *internet* della Società www.invest.it, Sezione Governance/Assemblee 2023.

Con riguardo invece all'operazione avente ad oggetto il conferimento della Partecipazione Lira, si precisa che né Lira Advisory S.r.l., né il suo socio unico Lira Consulting S.r.l., né tanto meno il socio unico di quest'ultima, signora Siggillino Giovanna, sono da ritenersi parti correlate all'Emittente e che altresì l'operazione, per i valori prospettati, non integra i presupposti di cui all'articolo 12 del regolamento Emittenti EGM.

Nessuna delle due operazioni integra i presupposti per l'Emittente di cui all'art. 14 del Regolamento Emittenti EGM.

Indicazione del valore attribuito ai bei oggetto dei conferimenti e numero categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'Aumento di Capitale Riservato (*infra* definito)



Nell'ambito delle negoziazioni, sulla base delle informazioni fornite per l'espletamento della due diligence, tenuto conto altresì del valore economico dell'intero capitale sociale di Dire, da un lato, e dell'intero capitale sociale di Lira Advisory, dall'altro, come attestati dalle relative relazioni di stima (la prima riferita alla data del 31 dicembre 2022 e successivamente aggiornata alla data del 31 marzo 2023 e la seconda riferita alla data del 6 giugno 2023), rilasciate per ciascuna di esse ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile da parte del Prof. Raffaele Marcello, professionista individuato, indipendente sia rispetto a Invest sia rispetto conferenti (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) (**l'Esperto Indipendente**), le quali attestano rispettivamente un valore economico non superiore ad 4.095.000,00 (*quattromilioni novantacinquemila virgola zero zero*) per la Partecipazione Dire e un valore economico non superiore ad Euro 752.000,00 (*settecentocinquantanduemila virgola zero zero*) per la Partecipazione Lira, le Parti hanno convenzionalmente stabilito quanto segue:

- a) Invest e i Soci Dire hanno stabilito il valore del conferimento della Partecipazione Dire pari Euro 3.500.000 (*tremilionicinquecentomila virgola zero zero*) (**“Valore Convenzionale del Conferimento Dire”**);
- Invest e Lira Consulting hanno stabilito il valore del conferimento della Partecipazione Lira pari a Euro 750.000,00 (*settecentocinquantamila virgola zero zero*) (**“Valore Convenzionale del Conferimento Lira”**), pari al valore del Ramo d'Azienda, già oggetto di relazione di stima al fine della costituzione di Lira Advisory S.r.l.

Invest si è impegnata ad avviare le procedure finalizzate a sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti in seduta straordinaria Aumento di Capitale Riservato.

Pertanto, sulla base del Valore Convenzionale del Conferimento Dire e del Valore Convenzionale del Conferimento Lira, Invest e i Soci DIRE, da un lato, e Invest e LIRA Consulting, dall'altro, hanno portato avanti le negoziazioni, all'esito delle quali, tenuto conto, altresì, delle valutazioni economiche dell'Esperto Indipendente, nonché dell'andamento delle quotazioni del titolo Invest hanno stabilito il prezzo di sottoscrizione per azione pari a Euro 0,029 (di cui euro 0,025 a incremento del capitale sociale e euro 0,004 a titolo di sovrapprezzo) e che, pertanto, il numero complessivo di azioni ordinarie Invest da emettere sarebbe stato pari a n. 120.689.655 per la porzione di aumento di capitale da liberarsi mediante il



conferimento della Partecipazione DIRE e n. 25.862.069 per la porzione di aumento di capitale da liberarsi mediante il conferimento della Partecipazione Lira.

Le azioni rivenienti dall'aumento di capitale avranno godimento regolare e attribuiranno pari diritti rispetto alle azioni in circolazione al momento dell'emissione.

In particolare, sulla base degli accordi vincolanti sottoscritti, rispettivamente, tra Invest e i Soci Dire e tra Invest e Lira Consulting, le operazioni prevedono, rispettivamente,

- il conferimento della Partecipazione Dire da parte dei Soci Dismissioni a liberazione dell'aumento di capitale loro riservato, a pagamento ed in via inscindibile, per il controvalore complessivo di euro 3.500.000,00, di cui euro 3.017.241,37 a titolo di capitale ed euro 482.758,63 a titolo di sovrapprezzo, al prezzo di sottoscrizione per azione pari a Euro 0,029 (di cui euro 0,025 a titolo di capitale sociale e euro 0,004 a titolo di sovrapprezzo) e fatti salvi i minimi necessari arrotondamenti al centesimo di euro, mediante emissione di n. 120.689.655 azioni ordinarie Invest, da offrire a:
 - o (i) GBF Immobiliare S.r.l. per n. 30.172.414 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 875.000,00, di cui euro 754.310,35 a titolo di capitale ed euro 120.689,65 a titolo di sovrapprezzo
 - o (ii) Euro Invest Real Estate S.r.l. per n. 30.172.414 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 875.000,00, di cui euro 754.310,35 a titolo di capitale ed euro 120.689,65 a titolo di sovrapprezzo e
 - o (iii) IPG S.r.l per n. 60.344.827 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 1.750.000,00, di cui euro 1.508.620,67 a titolo di capitale ed euro 241.379,33 a titolo di sovrapprezzo
- il conferimento della Partecipazione Lira da parte di Lira Consulting S.r.l. a liberazione dell'aumento di capitale al medesimo riservato, a pagamento ed in via inscindibile, per il controvalore complessivo di euro 750.000,00, di cui euro 646.551,73 a titolo di capitale ed euro 103.448,27 a titolo di sovrapprezzo, al prezzo di sottoscrizione per azione pari a Euro 0,029 (di cui euro 0,025 a titolo di capitale sociale e euro 0,004 a titolo di sovrapprezzo) e fatti salvi i minimi necessari arrotondamenti al centesimo di euro, mediante emissione di n. 25.862.069 azioni ordinarie Invest, da offrire a Lira Consulting S.r.l (complessivamente l'"Operazione")



Alla luce di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione della Società considera assolutamente interessante l'opportunità delle prospettate Operazione con i Soci Dire e con Lira Consulting, e per le valenze strategiche che conseguiranno alle *partnership* con queste ultime, ha ritenuto opportuno proporre l'operazione sopra descritta stante l'opportunità di integrare all'interno del Gruppo realtà con forte *expertise* nei rispettivi settori in cui operano, che contribuiranno certamente, da un lato al rafforzamento della linea di business dell'intermediazione immobiliare, accelerandone la crescita, e dall'altro all'ampliamento del *business* di Gruppo, integrando altresì attività di consulenza e advisory, il tutto beneficiando di eventuali attività di cross-selling sui rispettivi clienti.

Dunque, l'Operazione deve intendersi strumentale alla prosecuzione del progetto di sviluppo strategico che la Società sta perseguendo, nonché strumentale al rafforzamento dello stesso, stante l'importanza dal punto di vista di crescita strategica.

Più nello specifico gli obiettivi raggiungibili con il perfezionamento dell'Operazione possono essere sintetizzati come segue:

A. Obiettivo strategico

Sotto il profilo strategico, l'Operazione si pone nel progetto di sviluppo che la Società ha avviato e sta portando avanti, anche per linee esterne e mediante sinergie e/o *partnership* strategiche, orientato ad attuare un'espansione delle attività *core* esercitate a livello di Gruppo, allargando pertanto le linee di *business* ed includendo ulteriori attività che, connesse ed accessorie alle prime, consentiranno di rendere sempre di più il Gruppo un operatore integrato di servizi immobiliari a 360°, ad alto contenuto tecnologico, in grado di creare valore in ogni fase della gestione immobiliare.

B. Sinergie industriali

L'Operazione permetterà l'ingresso nel capitale sociale di ulteriori *partner* industriali. L'Operazione pertanto permetterà accordi di *partnership* commerciali, di operazioni di co-investimento che rappresentano certamente un importante strumento di accelerazione per lo sviluppo strategico delle Società.

C. Aspetto finanziario

L'Operazione consentirà ad Invest di consolidare due realtà sinergiche al proprio modello di business di servizi immobiliari integrati, consentendo il consolidamento di due realtà già



presenti sul mercato con un trend economico e reputazionale certamente positivo, potranno contribuire a generare marginalità economiche e flussi finanziari positivi.

Alla luce di quanto sopra, si precisa altresì che l'operazione risulta in linea con il piano di sviluppo strategico redatto per il triennio 2023-2025, che il Consiglio di Amministrazione ha approvato in data 26 maggio 2023, il quale -come già esposto- tiene conto, altresì, della diversificazione ed ampliamento del *business* attuale, secondo il percorso operativo intrapreso dalla Società, in linea con le precedenti linee guida e con quanto già comunicato al mercato in occasione anche delle ultime operazioni sul capitale eseguite.

Si precisa che le due operazioni, pur prospettandone la medesima tempistica e caratteristiche sopra riportate, sono oggetto di due distinte e separate negoziazioni rispettivamente con i Soci Dire e con Lira Consulting e che, altresì, non vi è alcun accordo avente ad oggetto le azioni Invest che ciascuno di essi avrà in esecuzione delle predette operazioni, se non i relativi obblighi di lock-up assunti rispettivamente dai Soci Dire e da Lira Consulting nei confronti di Invest e dell'Euronext Growth Advisor.

Criteri di determinazione del prezzo

L'operazione prospettata prevede, per le motivazioni sopra addotte, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Pertanto, ai sensi del comma 6 dell'art. 2441 del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione è chiamato a definire il prezzo di emissione delle nuove azioni e illustrare i criteri adottati per la determinazione di tale prezzo.

Il Consiglio di Amministrazione sottolinea che l'art. 2441, comma 6, del Codice Civile impone che la determinazione del prezzo di emissione, nel caso di esclusione del diritto di opzione per aumenti di capitale ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo e comma 5 del Codice Civile sia effettuata in base al valore del patrimonio netto *“tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”*.

Il patrimonio netto contabile della Società alla data del 31 dicembre 2022 (data dell'ultima situazione contabile che sarà oggetto di approvazione dell'assemblea in seduta ordinaria del 27 giugno 2023) è pari a Euro 810.447; a quella data il numero di azioni in circolazione era



pari a 222.747.217 e, pertanto, sempre considerando la situazione al 31 dicembre 2022, il valore di patrimonio netto contabile per azione si attestava a Euro **0,0036**.

In data 28 dicembre 2022, in esecuzione della delega ad esso conferita dalla delibera assembleare del 30 giugno 2021, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato un aumento di capitale a pagamento, per massimi nominali Euro 984.580,34, oltre a sovrapprezzo per massimi Euro 226.453,48, mediante emissione di massime numero 49.229.017 nuove azioni ordinarie della Società, prive del valore nominale espresso, aventi le stesse caratteristiche delle azioni già in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del codice civile, in quanto offerte in sottoscrizione a terzi investitori ritenuti *partner* fortemente strategici per la Società e, pertanto, nell'ambito di accordi contrattuali con gli stessi, tenuto conto in particolare del possibile sviluppo di sinergie industriali, operazioni di co-investimento e *partnership* commerciali, fissando il termine finale di sottoscrizione dell'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2439, comma secondo, del Codice Civile al giorno 31 gennaio 2023. Tale aumento di capitale si è perfezionato con la sottoscrizione e liberazione da parte degli *Investitori*, secondo le proporzioni stabilite dalla relativa delibera, di complessive n. 45.160.503 azioni ordinarie Invest al prezzo unitario, comprensivo di sovrapprezzo, di **euro 0,0246** per un controvalore complessivo di euro 903.210,06 a titolo di capitale sociale e euro 207.738,31 a titolo di sovrapprezzo. Il Consiglio di Amministrazione ritiene che dalla data di chiusura dell'esercizio sociale al 31 dicembre 2022 alla data odierna non siano intervenute circostanze tali da incidere significativamente sul valore patrimonio netto contabile a tale data, se non gli effetti derivanti dall'aumento di capitale: pertanto, considerando di aumentare il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2022 con l'apporto del nuovo capitale, il patrimonio netto contabile si attesterebbe ad un valore di Euro 1.961.395,37 a fronte di n. 267.907.720 azioni ordinarie. Il valore di patrimonio netto contabile per azione aggiornato per gli effetti dell'aumento di capitale si attesterebbe, pertanto, ad **euro 0,0073**.

Nonostante il fatto che la Società non sia quotata in un mercato regolamentato bensì in un sistema multilaterale di negoziazione, il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno verificare che il prezzo di emissione sia anche in linea con l'andamento dei corsi del titolo della Società nel mercato Euronext Growth Milan (EGM) nel semestre antecedente la data di approvazione della presente Relazione in quanto si ritiene possa esprimere coerentemente il valore economico della Società, specialmente se comparato su un orizzonte temporale



sufficientemente ampio come i sei mesi richiamati dalla norma citata. Per ogni evenienza, il Consiglio ha comunque ritenuto di calcolare la media del semestre antecedente alla data di approvazione della presente relazione, 26 maggio 2023, ponderandola sugli effettivi volumi nel medesimo periodo. Il valore di tale media è di euro 0,027.

Tutto ciò considerato, e sulla base delle caratteristiche dell'operazione sottostante l'aumento di capitale proposto, il Consiglio di Amministrazione propone di fissare il prezzo dell'aumento di capitale in euro **0,029** per azione, il quale tiene conto della media aritmetica calcolata sul semestre antecedente la data di approvazione della presente relazione 26 maggio 2023 e delle forti oscillazioni di mercato, specie sul titolo Invest nell'ultimo periodo, oltre e soprattutto ad inglobare le positive aspettative future di crescita della Società.

Il Consiglio sottolinea che il prezzo unitario proposto di euro 0,029, sulla base dei criteri sopra illustrati, risulta superiore sia al patrimonio netto contabile per azione, sia al prezzo recentemente proposto per la sottoscrizione dell'aumento di capitale (deliberato in data 28 dicembre 2022).

Inoltre, l'esecuzione dell'Aumento di capitale non comporta un effetto diluitivo del patrimonio netto per azione.

Il Consiglio di Amministrazione propone di individuare quale parte del prezzo di emissione da allocare a capitale, fatta salva diversa determinazione assunta dall'assemblea, in euro 0,025.

Come previsto dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, copia della presente relazione, nel testo riportato, viene consegnata al Collegio Sindacale, affinché possa esprimersi in merito al proprio parere circa la congruità del criterio di determinazione del prezzo di emissione, e alla Società di revisione.

Esecuzione dell'Aumento di Capitale

E' previsto che l'aumento di capitale venga eseguito e sottoscritto immediatamente dopo l'approvazione da parte dell'assemblea. L'Aumento di capitale produrrà i suoi effetti a decorrere dall'integrale sottoscrizione e iscrizione della relativa delibera presso il competente Registro delle Imprese.

Effetti dell'Aumento di Capitale



A seguito della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, il capitale sociale di Invest sarà aumentato da n. 282.407.720 a n. 451.959.44 azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale. La compagine sociale risulterà modificata come segue:

COMPAGINE SOCIALI INVEST S.P.A Pre-Operazione		
Socio	N. Azioni Ordinarie	%
Maghen Capital S.p.A.	22.800.544	8,074%
Berenice Capital S.p.A.	22.800.544	8,074%
Two Elle Group Ltd	22.800.544	8,074%
European High Growth Opportunities Securitization Fund	25.630.800 ¹	9,076%
Mercato ²	188.375.288	66,703%
Totale	282.407.720	100,00%

COMPAGINE SOCIALI INVEST S.P.A Post-Operazione		
Socio	Nominali (Euro)	%
Maghen Capital S.p.A.	22.800.544	5,045%
Berenice Capital S.p.A.	22.800.544	5,045%

¹ Non comprende le n. 23.000.000 azioni ordinarie Invest relative alla conversione dell'ultima tranche, 14.2, del Prestito Obbligazionario Cum Warrant (il "POC") riservato alla sottoscrizione da parte di European Growth Opportunities Securitization Fund (l'Investitore), il cui trasferimento in favore dell'Investitore sarà completato entro la data del 27 giugno 2023 (cfr comunicato stampa del 20 marzo 2023 e 31 marzo 2023).

² Comprende gli investitori che hanno sottoscritto l'aumento di capitale deliberato in data 28 dicembre 2022: Grandi Stabili S.r.l. (1,52%), San Marco RE S.r.l. (1,52%), Mega moda S.p.A. (0,76%), Gruppo Naman (0,76%), All in Re S.r.l. (0,76%).



Two Elle Group Ltd	22.800.544	5,045%
European High Growth Opportunities Securitization Fund	48.630.800 ³	10,760%
LIRA Consulting S.r.l.	25.862.069	5,722%
GBF Immobiliare S.r.l.	30.172.414	6,676%
Euro Invest Real Estate S.r.l.	30.172.414	6,676%
IPG S.r.l.	60.344.827	13,352%
Mercato ⁴	188.375.288	41,680%
Totale	451.959.444	100,00%

Si evidenzia che, nel contesto delle operazioni, i Soci DIRE e il Socio Lira Advisory assumeranno impegni di *lock-up* relativi al 100% delle azioni rinvenienti dall’Aumento di Capitale Riservato, per un periodo di 24 mesi dalla data del closing.

Conseguente Modifica dell’articolo 6 dello Statuto Sociale

L’esecuzione dell’aumento di capitale richiederà la corrispondente modifica dell’art. 6 dello statuto sociale dell’Emittente che verrà aggiornato con la nuova misura del capitale sociale e del numero delle azioni.

Proposta di deliberazione

³ Comprende le n. 23.000.000 azioni ordinarie Invest relative alla conversione dell’ultima tranches, 14.2, del Prestito Obbligazionario Cum Warrant (il “POC”) riservato alla sottoscrizione da parte di European Growth Opportunities Securitization Fund (l’Investitore”), il cui trasferimento in favore dell’Investitore sarà completato entro la data del 27 giugno 2023 *cfr comunicato stampa del 20 marzo 2023 e 31 marzo 2023*).

⁴ Comprende gli investitori che hanno sottoscritto l’aumento di capitale deliberato in data 28 dicembre 2022: Grandi Stabili S.r.l. (1,52%), San Marco RE S.r.l. (1,52%), Mega moda S.p.A. (0,76%), Gruppo Naman (0,76%), All in Re S.r.l. (0,76%).



Tutto ciò premesso, se siete d'accordo con la proposta formulata di invitiamo ad assumere la seguente deliberazione:

- *Signori Azionisti,*
- *in considerazione di quanto esposto, il Consiglio di Amministrazione sottopone all'Assemblea la seguente proposta di delibera:*
- *"L'Assemblea di Invest S.p.A.*
- *Vista e approvata la Relazione illustrativa degli amministratori redatta anche ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile;*
- *preso atto delle valutazioni dell'esperto indipendente ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile;*
- *preso atto del parere dell'amministratore indipendente in merito all'interesse della Società all'operazione con particolare riguardo alla parte correlata;*
- *preso atto del parere del Collegio Sindacale sulla congruità del prezzo di emissione ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile;*

delibera

1. di aumentare il capitale sociale a pagamento ed in via inscindibile, per il controvalore complessivo di euro 4.250.000,00, di cui euro 3.663.793,10 a titolo di capitale ed euro 586.206,90 a titolo di sovrapprezzo, al prezzo di sottoscrizione per azione pari, tenuto conto di minimi arrotondamenti, a Euro 0,029 (di cui euro 0,025 a titolo di capitale sociale e euro 0,004 a titolo di sovrapprezzo), mediante emissione di n. 146.551.724 azioni ordinarie Invest, senza indicazione del valore nominale, aventi le caratteristiche di quelle in circolazione, ai seguenti termini e condizioni:

- l'aumento è offerto in sottoscrizione a:

(i) GBF Immobiliare S.r.l. per n. 30.172.414 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 875.000,00, di cui euro 754.310,35 a titolo di capitale ed euro 120.689,65 a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento di una partecipazione di nominali euro 6.250,00, pari a una quota di 6.250/25.000, della società Dismissioni Immobiliare S.r.l.;



(ii) Euro Invest Real Estate S.r.l. per n. 30.172.414 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 875.000,00, di cui euro 754.310,35 a titolo di capitale ed euro 120.689,65 a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento di una partecipazione di nominali euro 6.250,00, pari a una quota di 6.250/25.000, della società Dismissioni Immobiliare S.r.l. e

(iii) IPG S.r.l per n. 60.344.827 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 1.750.000,00, di cui euro 1.508.620,67 a titolo di capitale ed euro 241.379,33 a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento di una partecipazione di nominali euro 12.500,00, pari a una quota di 12.500/25.000, della società Dismissioni Immobiliare S.r.l.;

(iv) Lira Consulting S.r.l., per n. 25.862.069 azioni ordinarie Invest, per il controvalore complessivo di euro 750.000,00, di cui euro 646.551,73 a titolo di capitale ed euro 103.448,27 a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento di una partecipazione pari all'intero capitale sociale di Lira Advisory S.r.l.;

- le azioni di nuova emissione avranno godimento regolare;

- il termine finale per la sottoscrizione dell'aumento di capitale è fissato al 31 luglio 2023;

2. di approvare la modifica dell'articolo 6 dello statuto sociale, a seguito dell'esecuzione dell'aumento di capitale, secondo quanto descritto nella Relazione degli amministratori;

3. di conferire al Consiglio di Amministrazione pro tempore in carica, e per esso al suo Presidente, con facoltà di subdelega, e con espressa autorizzazione a contrarre con se stesso ai sensi e per gli effetti dell'articolo 1395 c.c., ogni più ampio potere affinché provveda a dare esecuzione alla deliberazione sopra adottata, ivi inclusi in particolari quelli di:

- fare quanto necessario affinché sia richiesto il deposito per l'iscrizione della presente deliberazione nel Registro delle Imprese, nonché al fine dell'esecuzione di ogni forma di adempimento pubblicitario ai sensi di legge;*
- perfezionare l'atto di conferimento, e ogni inerente patto, clausola e dichiarazione, nonché ogni successivo atto o dichiarazione dovessero risultare opportuni al fine dell'esatta ricognizione dei beni e diritti oggetto del conferimento;*



- *- depositare nel Registro delle Imprese l'attestazione di avvenuta sottoscrizione dell'aumento di capitale, ai sensi dell'art. 2444 del Codice Civile, nonché il testo dello Statuto sociale conseguentemente aggiornato, ai sensi dell'art. 2436, comma 6, del Codice Civile, con la variazione del capitale sociale e del numero di azioni e provvedere agli adempimenti di cui all'art. 2343-quater del Codice Civile;*
- *- apportare alla deliberazione di cui sopra le modificazioni non sostanziali che saranno eventualmente necessarie ai fini dell'iscrizione nel Registro delle Imprese, o che saranno comunque richieste dalle competenti Autorità, stabilendo e concordando quanto opportuno per l'attuazione dell'aumento."*

Si allegano alla presente relazione le relazioni di stima, entrambe rilasciate ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile da parte del Prof. Raffaele Marcello relative, rispettivamente alla Partecipazione Dire e alla Partecipazione Lira (la prima riferita alla data del 31 dicembre 2022 e successivamente aggiornata alla data del 31 marzo 2023 e la seconda riferita alla data del 6 giugno 2023),

Milano, 12 giugno 2023

**Per il Consiglio di Amministrazione
dott. Raffaele Israilovici**



Il presente documento è disponibile presso la sede legale e presso la sede operativa della Società, rispettivamente in Roma (RM), via G.Pisanelli n. 4 e Milano (MI), Via Victor Hugo n.2, nonché presso il sito internet della Società www.invest.it, sezione Investor Relation /Assemblee2023 e sul sito di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it, Sezione Azioni /Documenti.

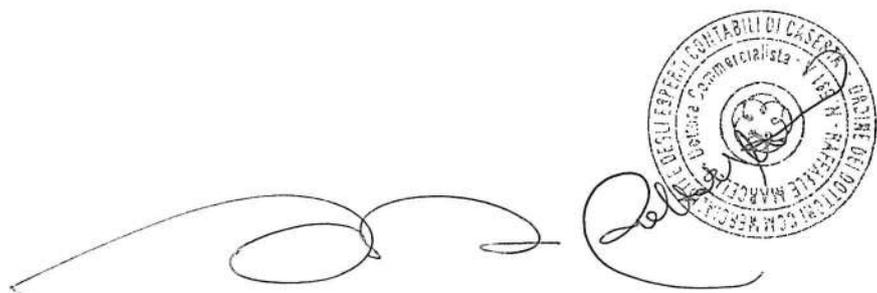
Il Collegio Sindacale metterà a disposizione il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni redatto ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, Codice Civile.

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

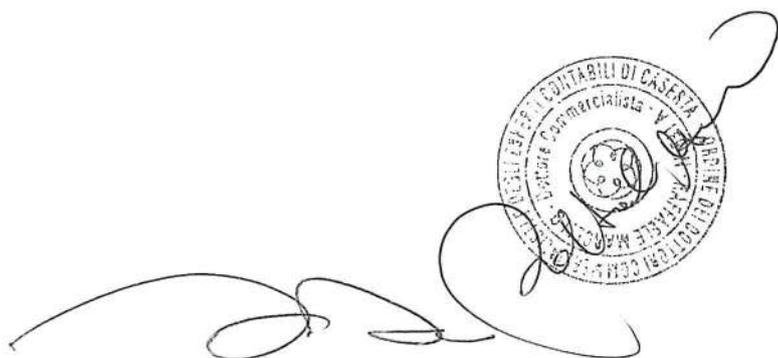


The image shows a handwritten signature in black ink, which is a cursive representation of the name 'Raffaele Marcello'. To the right of the signature is a circular professional stamp. The stamp contains the following text: 'DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI' around the top edge, 'DOTT. RAFFAELE MARCELLO' around the bottom edge, and 'DOTTORATO COMMERCIALISTA - 1988 N. 103' in the center. The stamp is partially overlapping the signature.

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



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 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

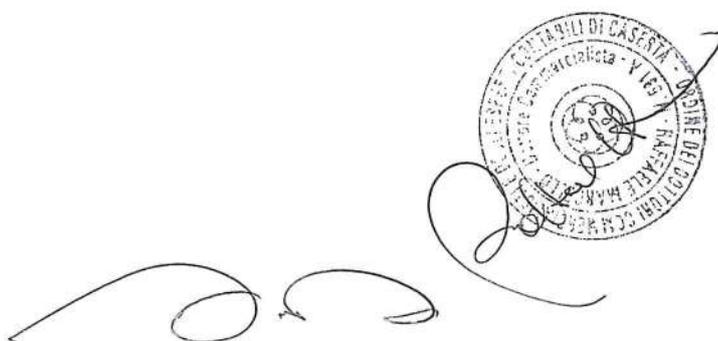
Come richiesto dai Principi Italiani di Valutazione 2015e dal secondo comma dell'art. 2343-ter del codice civile, si forniscono le informazioni tese ad apprezzare l'adeguata e comprovata professionalità dell'esperto incaricato. Lo scrivente Prof. Dott. Raffaele Marcello:

- 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.



The image shows a handwritten signature in black ink, which is a cursive script. To the right of the signature is a circular official stamp. The stamp contains the text "ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI CASERTA" around the perimeter and "V. 123" in the center. The signature overlaps the stamp.

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:

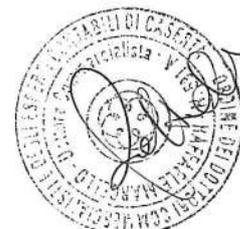
- di essere indipendente dalla società e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la società e/o i suoi beni;
- di non essere legato al committente, né ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sulla committente, né ai destinatari 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

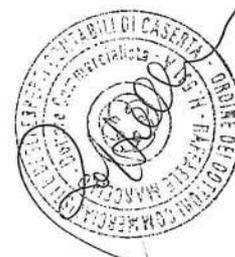
Il sottoscritto ha ottenuto le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione offerta dalla Società.

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



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).



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

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:

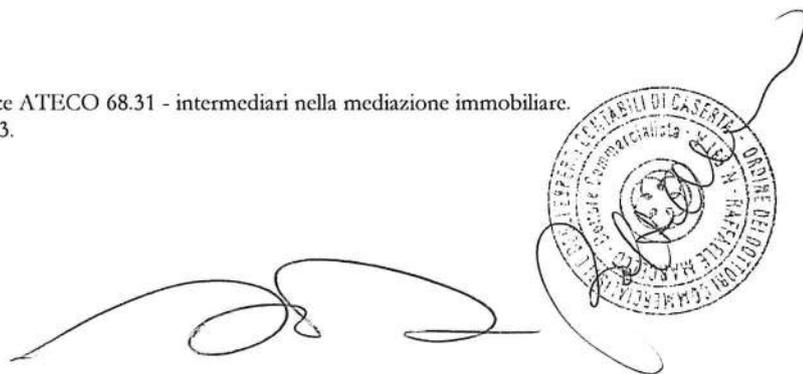
Socio	Codice Fiscale	Quote	Tipo di diritto
Euro Invest Real Estate s.r.l.	14214001001	6.250	Proprietà
GBF Immobiliare s.r.l.	14267171008	6.250	Proprietà
IPG Società a responsabilità limitata	14245981007	12.500	Proprietà

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 18/04/2023.

³ Fonte: www.dirimmobiliare.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:

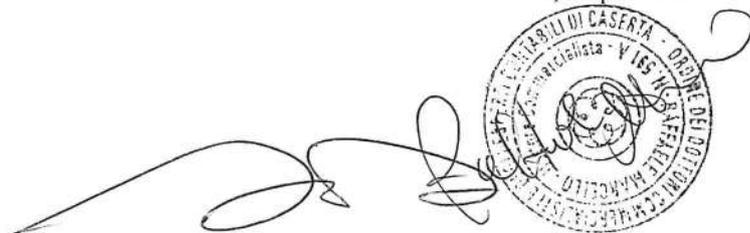
⁴ Visura CCIAA di Roma aggiornata al 18/04/2023.

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

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

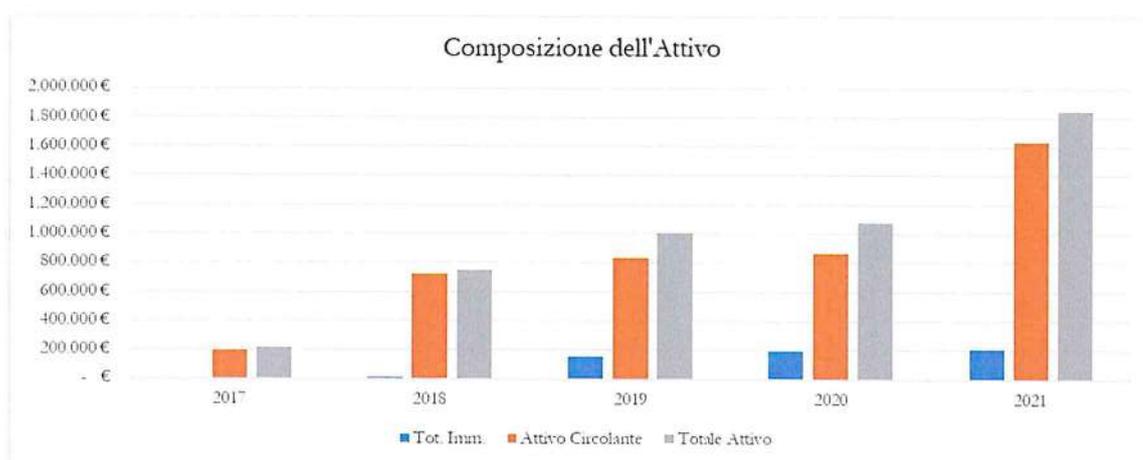
⁷ L'Attivo Circolante è costituito principalmente da disponibilità liquide e crediti. Questi ultimi risultano essere pari, mediamente, all'88% degli Impieghi.

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 52.



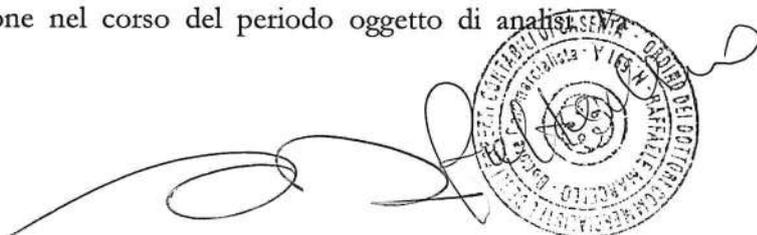
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

	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%	207.937 €
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%	1.634.050 €
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 €



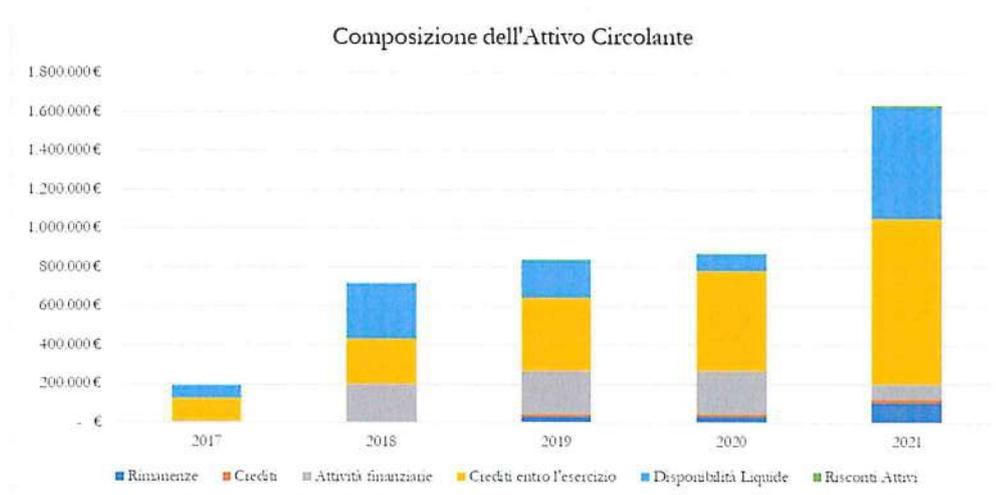
Composizione percentuale						
	2017	2018	2019	2020	2021	Media
Attivo Fisso	0,56%	1,21%	15,28%	17,91%	11,29%	9,25%
Imm. Immateriali	0,56%	0,11%	0,05%	0,02%	0,06%	0,16%
Imm. Materiali	0,00%	1,10%	0,70%	0,58%	0,42%	0,56%
Imm. Finanziarie	0,00%	0,00%	14,53%	17,31%	10,81%	8,53%
Imm. Finanziarie	0,00%	0,00%	95,08%	96,64%	95,75%	57,49%
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.



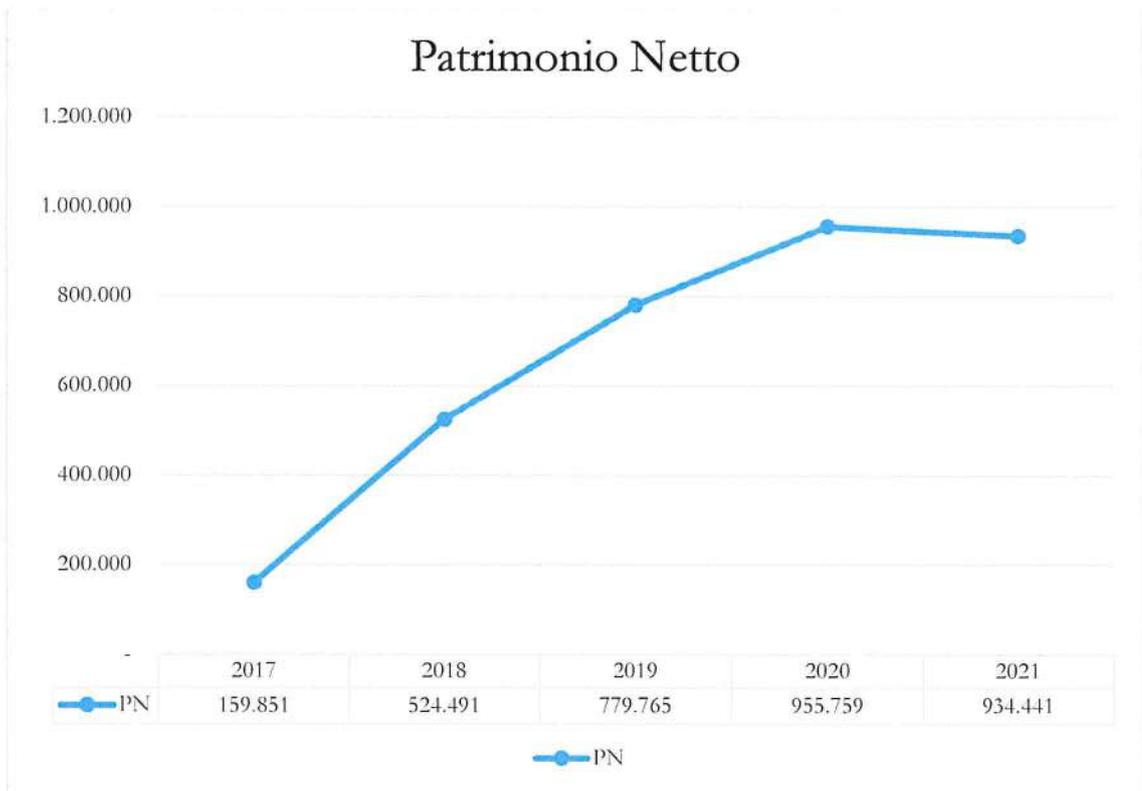
Data la composizione dell'Attivo, è stata verificata la coerenza nell'utilizzo delle fonti di finanziamento. A tal proposito, infatti, si rileva la presenza di un indice di autocopertura, espresso dal rapporto tra la sommatoria del Capitale Permanente con i debiti a medio – lungo termine e le Immobilizzazioni, 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.

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.



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.

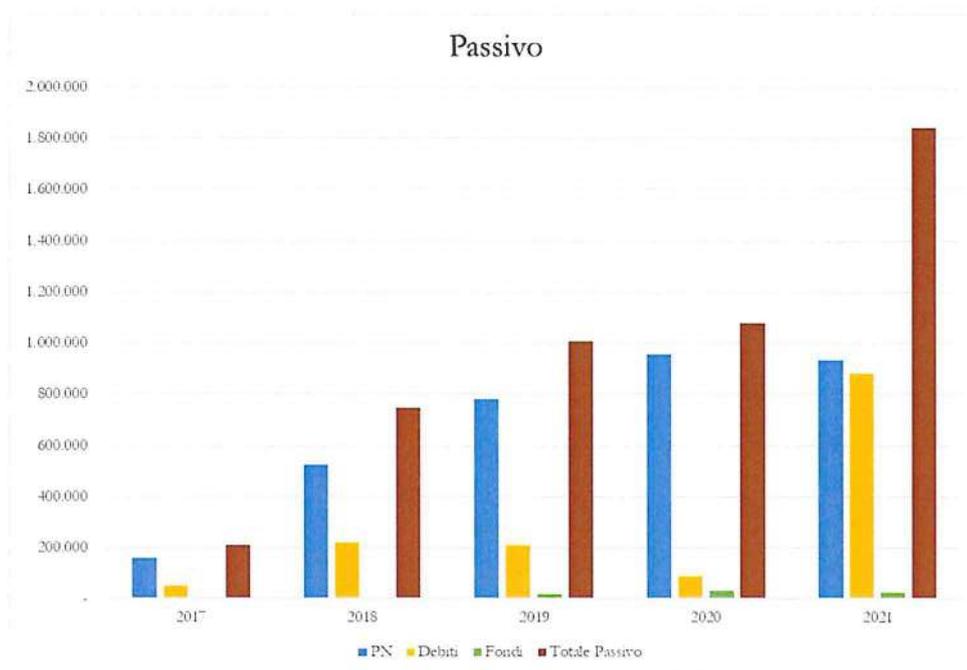
La componente relativa ai debiti, di conseguenza, presenta un'incidenza minore: essi rappresentano, infatti, mediamente il 26% del Totale Passivo¹⁰.

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



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.

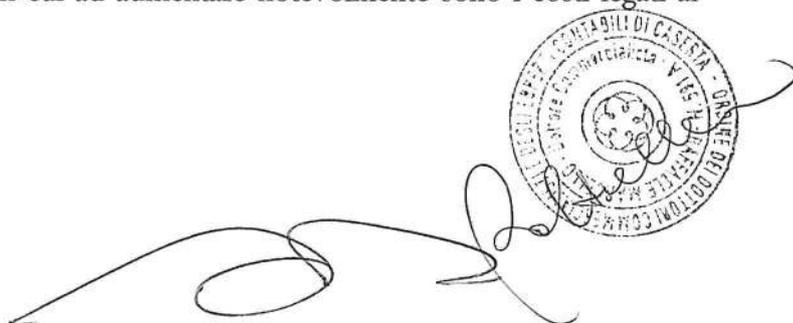


Sotto il profilo economico, la società presenta, durante i 5 esercizi oggetto di analisi, un fatturato medio di circa €/000 1.067. Nello specifico, i ricavi presentano un *trend* crescente che, solo tra gli esercizi 2019 – 2020, subisce una flessione, salvo poi assestarsi, nel 2021, su un valore pari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

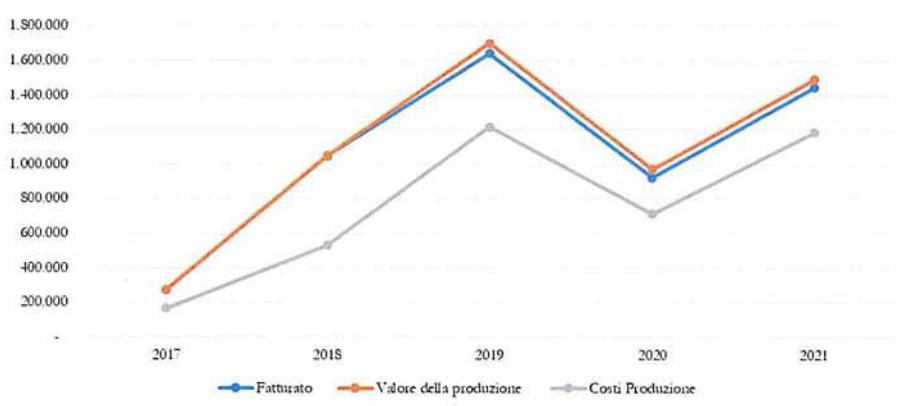
Dal punto di vista della gestione operativa, l'EBIT assume valori sempre positivi.

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.

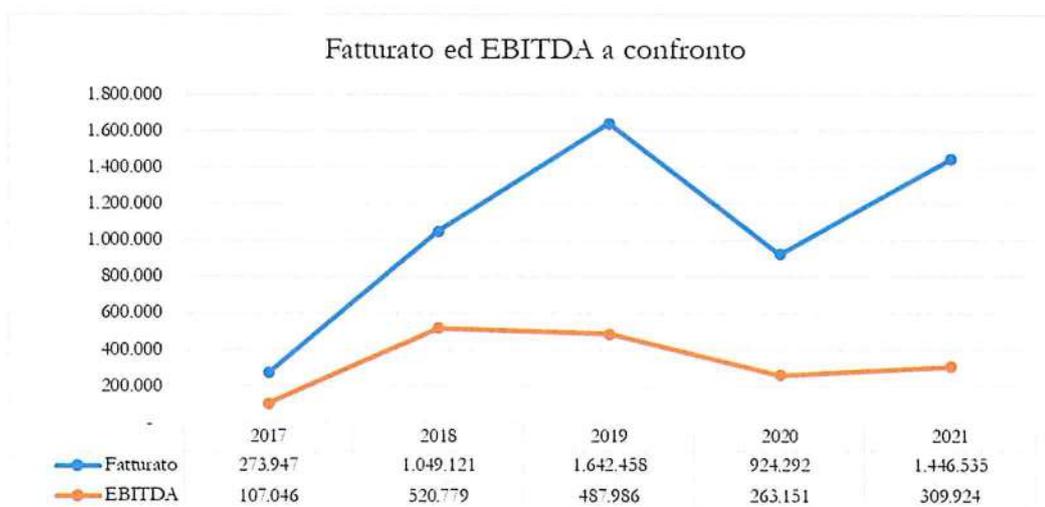


Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

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:



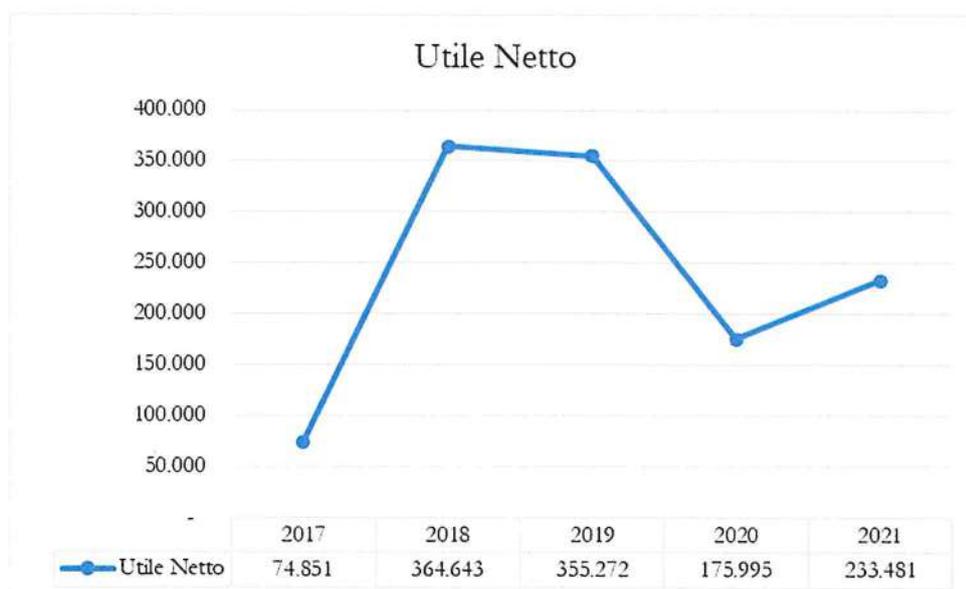
In proposito, stante la sostanziale coincidenza tra il Reddito Operativo e l'EBITDA, maggiormente rappresentativo della redditività caratteristica, si è preferito quest'ultimo al fine di esaminarne l'andamento congiuntamente al *trend* riscontrato per il fatturato.



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

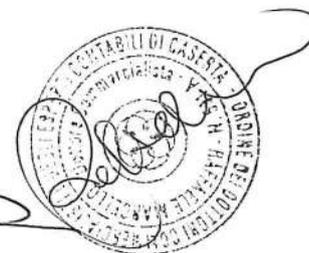
Come mostrato dal grafico, tra gli esercizi 2018 e 2019, a dispetto di un aumento del fatturato ($\Delta + \text{€}/000 593$) si riscontra una contrazione del Margine Operativo Lordo. Tale circostanza è dovuta ad un incremento più che proporzionale dei costi della produzione, in particolare quelli relativi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

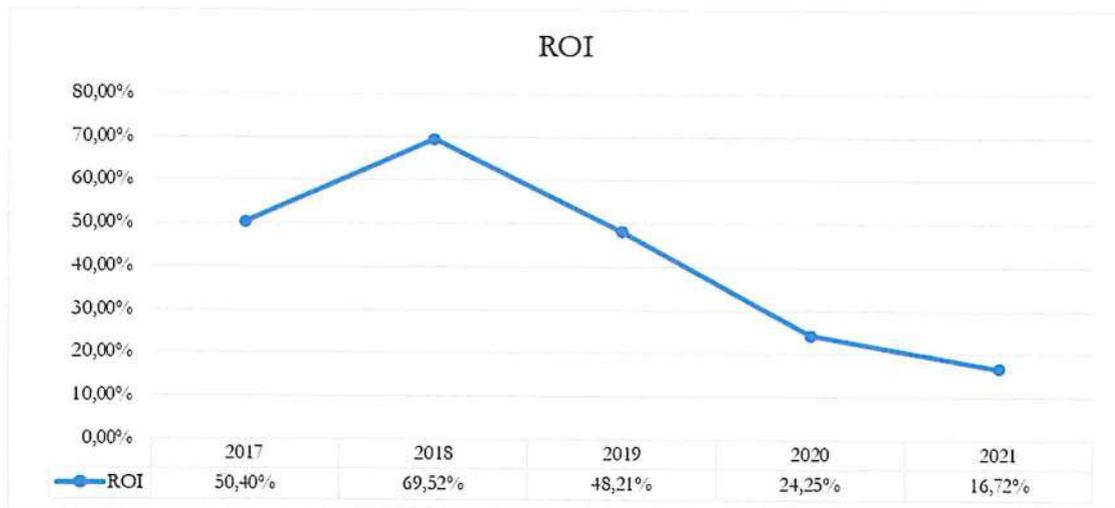


L'analisi della *performance* economica, tuttavia, non può prescindere da un'attenta indagine relativamente agli indici di redditività (ROI, ROS e ROE) e al loro andamento durante il periodo oggetto di osservazione.

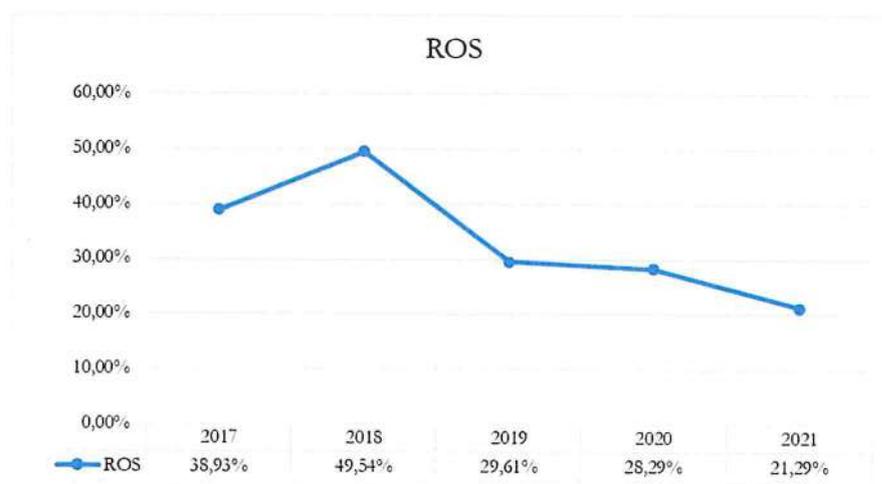
Il ROI (*Return on investment*) misura la redditività degli investimenti della sola gestione caratteristica ed è dato dal rapporto tra il Reddito Operativo ed il Totale Attivo. L'indicatore, come indicato dal grafico, ad eccezione del periodo 2017 – 2018, presenta un *trend* decrescente, pur mantenendosi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



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



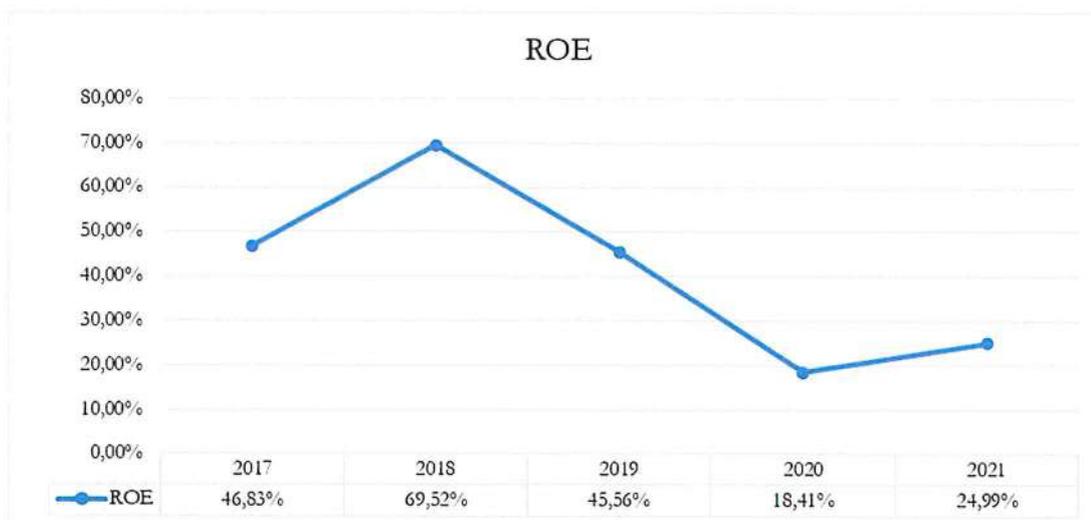
Il ROS (*Return on sales*), dato dal rapporto tra il reddito operativo ed il fatturato, misura, invece, la redditività delle vendite. Nello specifico, l'indicatore permette di esprimere un giudizio circa la marginalità dei ricavi. Tale indicatore, come evidenziato per il ROI, presenta un andamento decrescente, 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

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.

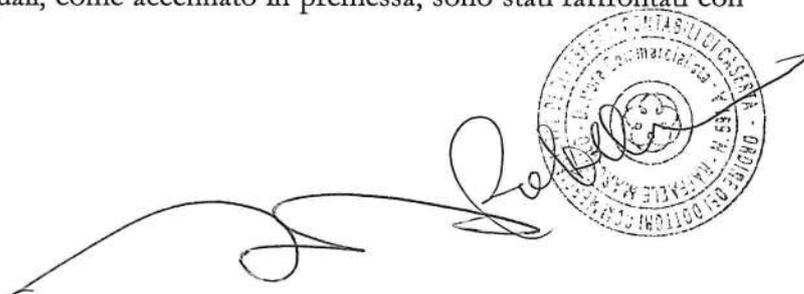
Nello specifico, con l'ausilio della banca dati *AIDA*, è stato selezionato un campione di imprese attive aventi simili lo stesso codice Ateco della Società (68.31.00 – mediazione immobiliare).

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%.

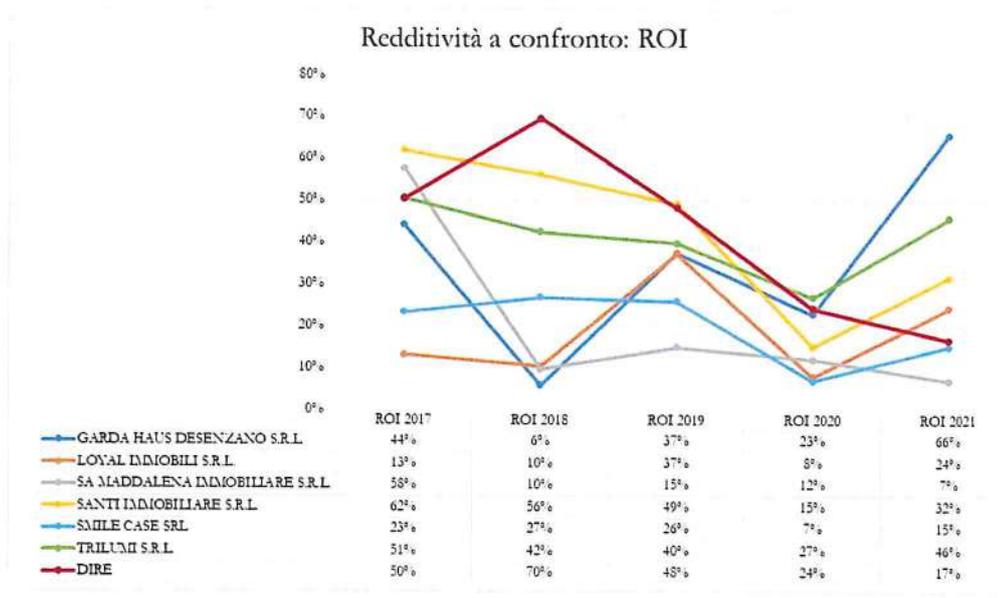
In aggiunta, le aziende appartenenti al campione di confronto rispettano i seguenti requisiti: *i)* numero di dipendenti da 3 a 7; *ii)* sede legale: Lombardia; *iii)* data di costituzione compresa tra il 2014 ed il 2018; *iv)* risultato di periodo sempre positivo nell'arco 2017 - 2021.

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.



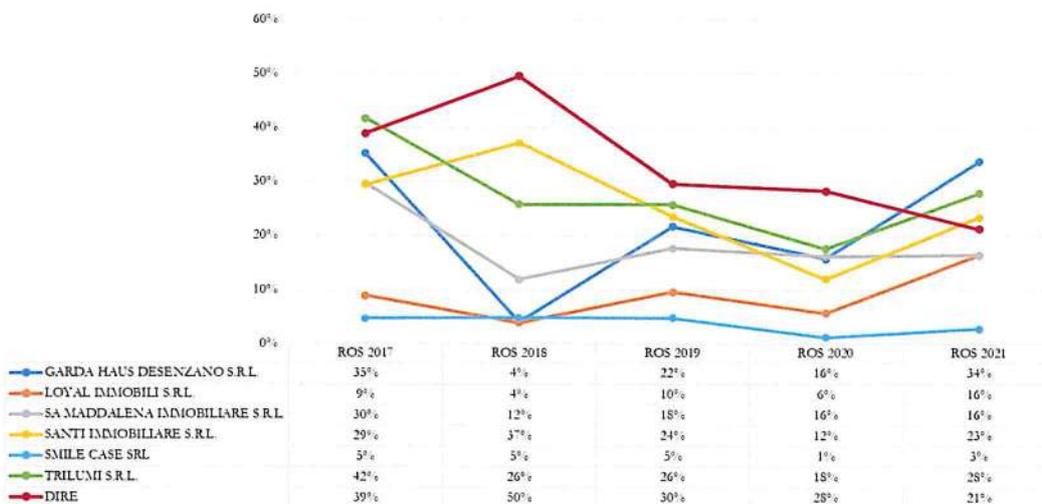
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



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.

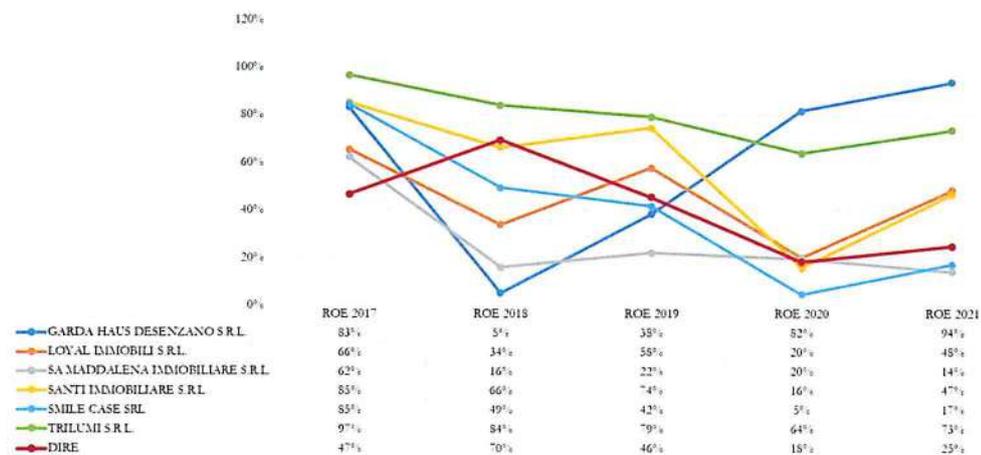
Relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

Redditività a confronto: ROS

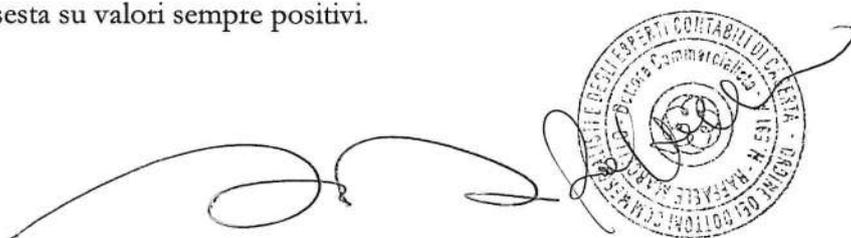


Per ciò che concerne il ROS, che esprime il tasso di remunerazione delle vendite, la Società si assesta su valori sempre positivi e superiori alla media del campione analizzato in tutto l'arco temporale 2017 – 2020; nel periodo 2021, contrariamente a quanto riscontrato per i competitor, l'indice *de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



Relazione di stima - “Dismissioni Immobiliari S.r.l.”

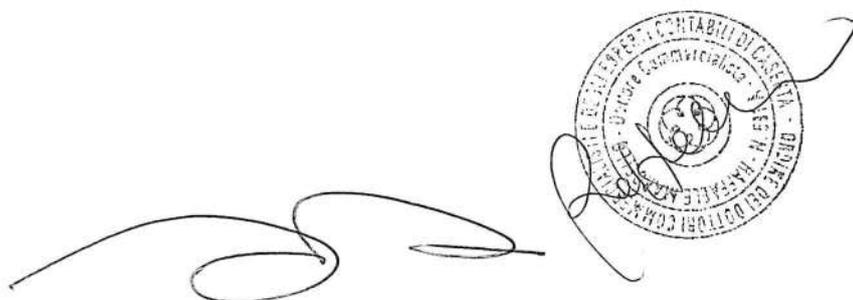
Va rilevato, tuttavia, che, ad eccezione dell’esercizio 2018, il ROE della Società risulta essere sempre inferiore a quello medio calcolato per i *competitor* e tale differenza risulta accentuata soprattutto per gli esercizi 2017 e 2021.

5.4 Andamento del settore

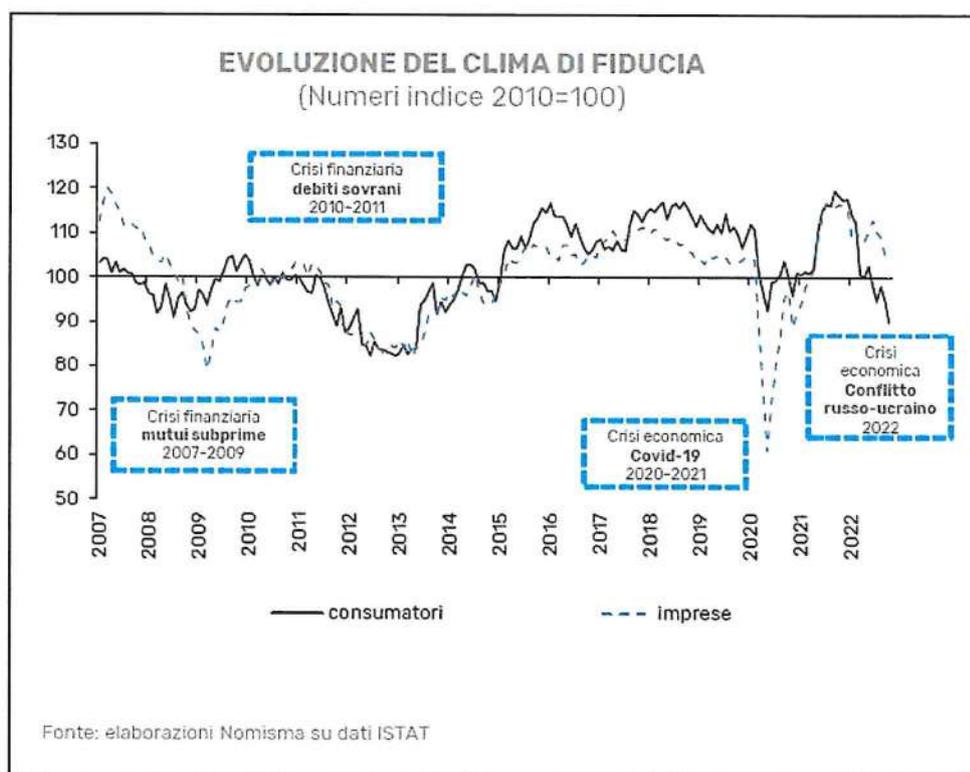
Il mercato immobiliare italiano, dopo le buone *performance* che hanno caratterizzato lo scorso periodo, va verso un indebolimento del *trend* rialzista a seguito del progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico.

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.



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.

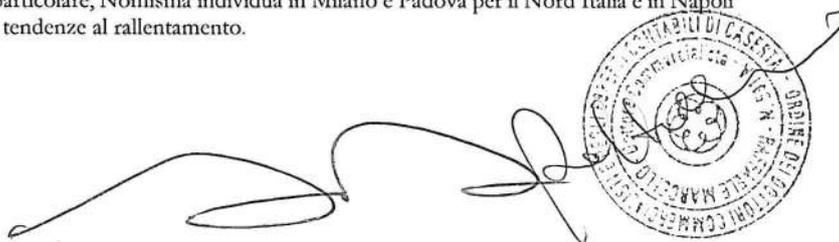
In base allo studio di *Nomisma*, il +1,1% dei canoni di locazione delle abitazioni, preceduto da un +0,9% nella prima parte dell'anno, è frutto di una maggiore pressione della componente di domanda che resta esclusa dal mercato dell'acquisto e di quella, già robusta, di chi cerca casa in affitto.

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.

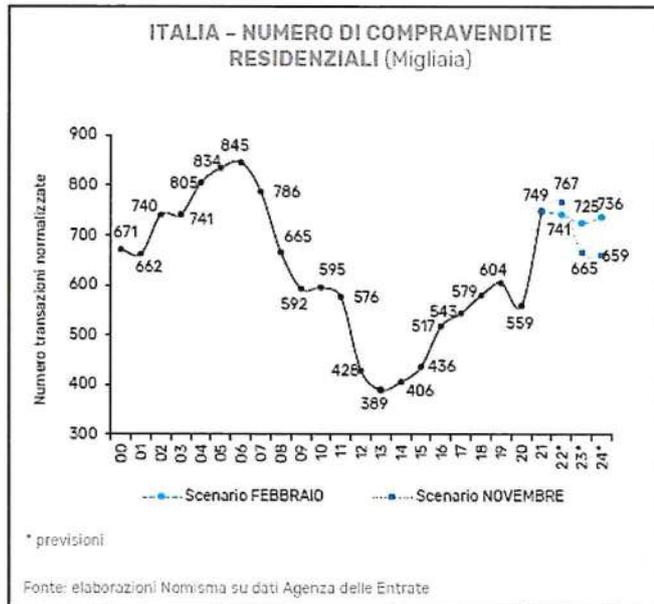
Si è indebolita, infatti, la spinta rialzista del mercato residenziale dell'acquisto dell'abitazione, complice la minore intensità della domanda, da una parte, e la favorevole inerzia dei prezzi, dall'altra. È, altresì, proseguito il lento recupero degli immobili d'impresa di piccole dimensioni, alimentato 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.

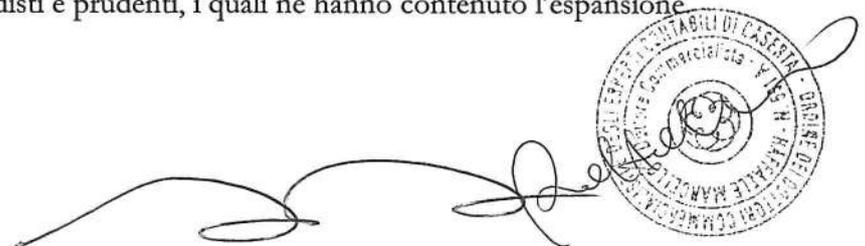
¹³ Sul mercato residenziale dell'acquisto in particolare, *Nomisma* individua in Milano e Padova per il Nord Italia e in Napoli e Bari per il Sud i mercati che anticipano le tendenze al rallentamento.



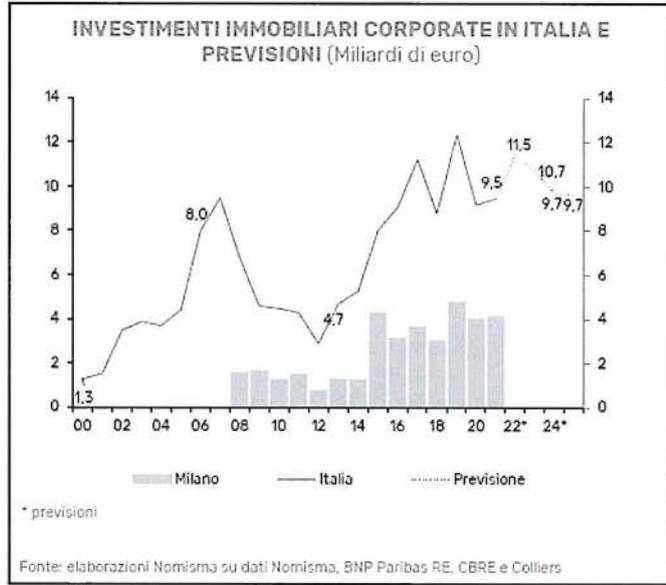
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



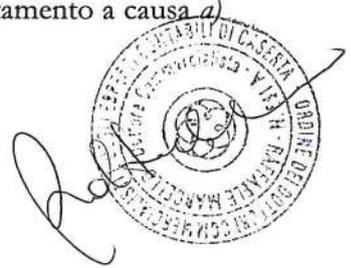
Sul versante *corporate*, si riscontra, invece, una diversa situazione in cui la ripresa è risultata vigorosa fino a tutto il terzo trimestre, alimentata dall'accresciuta attrattività dei settori alternativi (logistica e alberghiero) e del segmento direzionale. Tuttavia, la sopra citata evoluzione del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



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 *a)*



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*.

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	108,1	110,0	106,0	102,0	103,8	109,3	18	5,3
Germania	100,0	101,7	103,2	103,4	102,6	96,0	92,0	92,8	97,8	0,9	5,4
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	114,4	107,6	101,5	105,2	110,3	0,7	4,8
Italia	100,0	100,5	101,2	101,1	101,5	97,1	94,1	93,9	94,9	-0,5	1,1
Media EU5	100,0	101,9	103,0	105,4	105,8	100,8	97,0	97,8	101,9	0,8	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

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 della 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

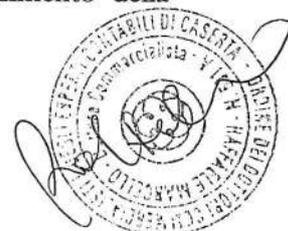
La classificazione della Società tra quelle di servizi ha inciso sulla scelta dei metodi da impiegare, privilegiando, rispetto a quelli basati sul patrimonio, altri informati alle aspettative economico e finanziarie. Infatti, in questa tipologia di aziende:

- 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



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.



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%
<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)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 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*.

¹⁷ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁸ Fonte: European Central Bank, HICP 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%
<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%)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*.

The image shows a handwritten signature in black ink, followed by a circular professional stamp. The stamp contains the text 'DOTTORI COMMERCIALISTI DI CASERTA - VIA S. MARCELLO, 1 - 81021 CASERTA (BN) - TEL. 081/2411111 - WWW.STUDIOMARCELLO.IT' around the perimeter. In the center of the stamp, there is a logo featuring a stylized 'M' and 'S' intertwined.

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



Repertorio n° 96810

(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



ANTONIO DECIMO
NOTAIO

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. e p. u. e.*

Deffueli



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





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),

premessò 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."

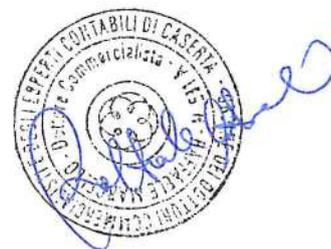
1.1 Profilo professionale del valutatore

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



A handwritten signature in blue ink is written over a circular blue stamp. The stamp contains the text "STUDIO MARCELLO" and "DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI".

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 series of loops and curves.

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".

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.

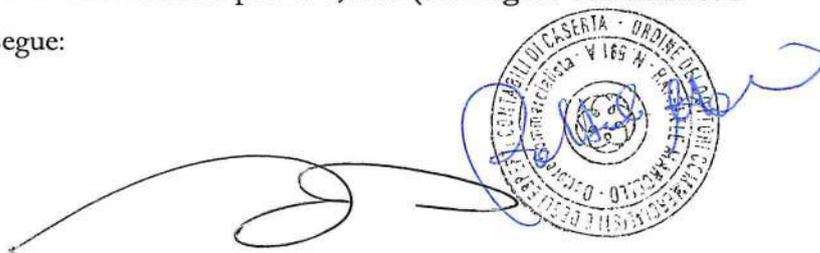


Aggiornamento della relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

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%

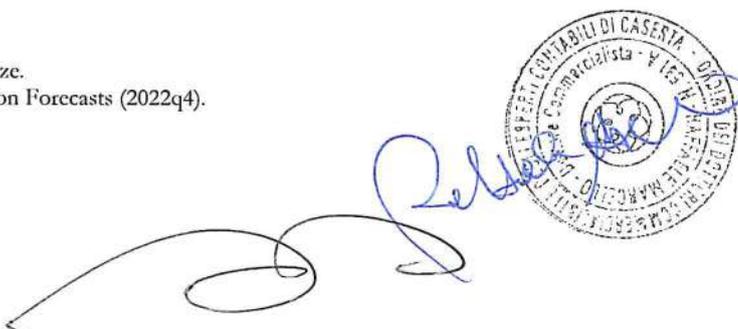
Di seguito, sono riportate le maggiori differenze rispetto ai i criteri adoperati in precedenza:

- 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 €			

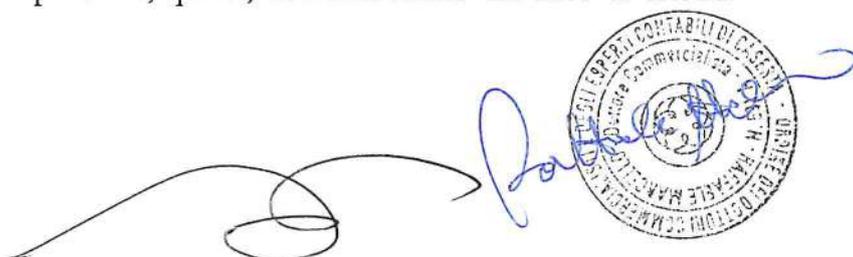
Complessivamente, applicando i tassi individuati ai *cash flow* precedentemente specificati ed al *Terminal Value*, si determina un valore del capitale economico aziendale di €/000 4.196 (quattromilionicentonovantaseimila).

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





ANTONIO DECIMO
NOTAIO

Repertorio n° 96950

===== (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



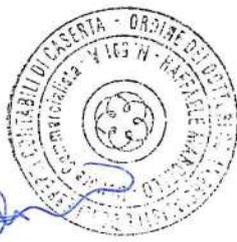
[Handwritten signature]

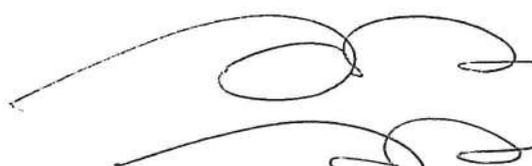
STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

**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 - 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,

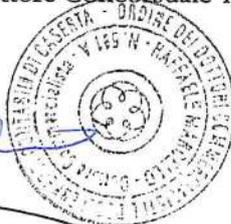
deposita

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;

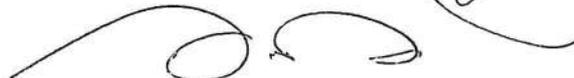


Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

- 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 - PERITI 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

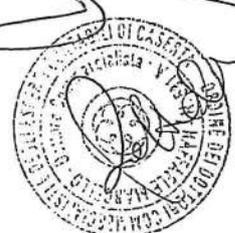
Lo scopo della presente relazione è la stima, al 31/12/2022, dell'intero capitale della "Dismissioni Immobiliari s.r.l.", ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile.

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,*



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - FISCISTI LEGALI



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:

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).

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

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. MCCC5M76H16A783J.

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.

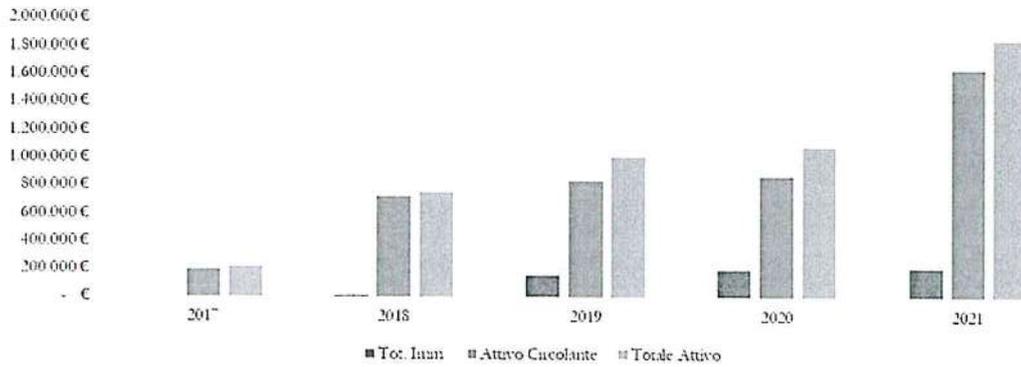
⁸ L'indice di elasticità globale, espresso dal rapporto tra il totale dell'Attivo Circolante e ed il Totale Attivo, nei periodi di riferimento, risulta essere pari, in media, a 152.



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

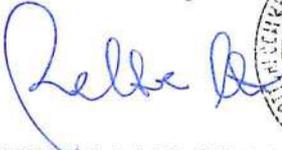
	2017	Δ	2018	Δ	2019	Δ	2020	Δ	2021
Crediti v/soci per versamenti ancora dovuti	18.750		18.750		18.750		18.750		-
Tot. Imm.	1.187 €	661,25%	9.036 €	1606%	154.185 €	25%	193.090 €	8%	207.917 €
Imm. Immateriali	1.187 €		791 €		540 €		252 €		1.140 €
Imm. Materiali	- €		8.245 €		7.045 €		6.238 €		7.697 €
Imm. Finanziarie	- €		- €		146.600 €		186.600 €		199.100 €
Attivo Circolante	191.686 €	275,54%	719.867 €	16%	835.959 €	4%	866.218 €	89%	1.634.050 €
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 €

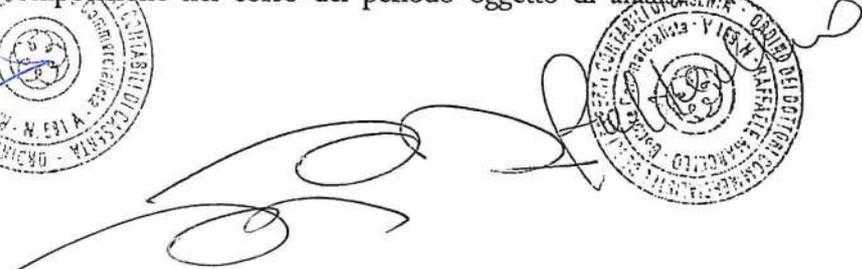
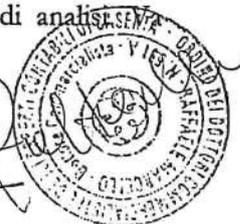
Composizione dell'Attivo



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.

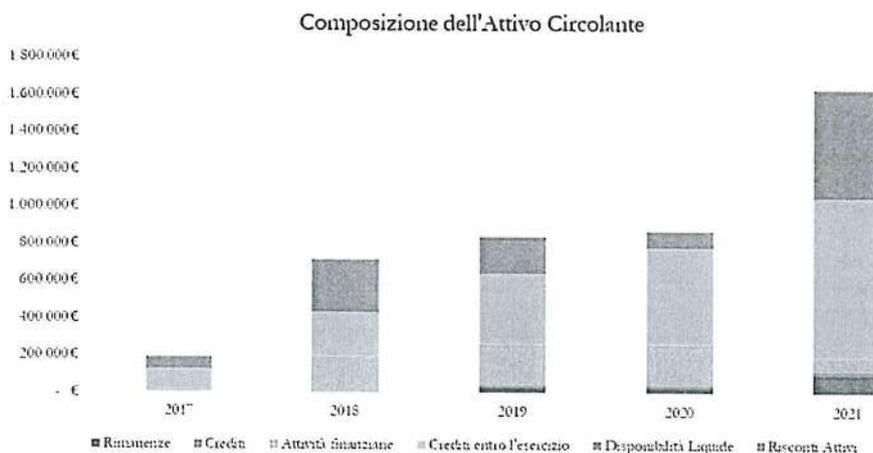


STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E AVVOCATI LEGALI

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 nel calcolo tutti i debiti con scadenza a lungo termine.



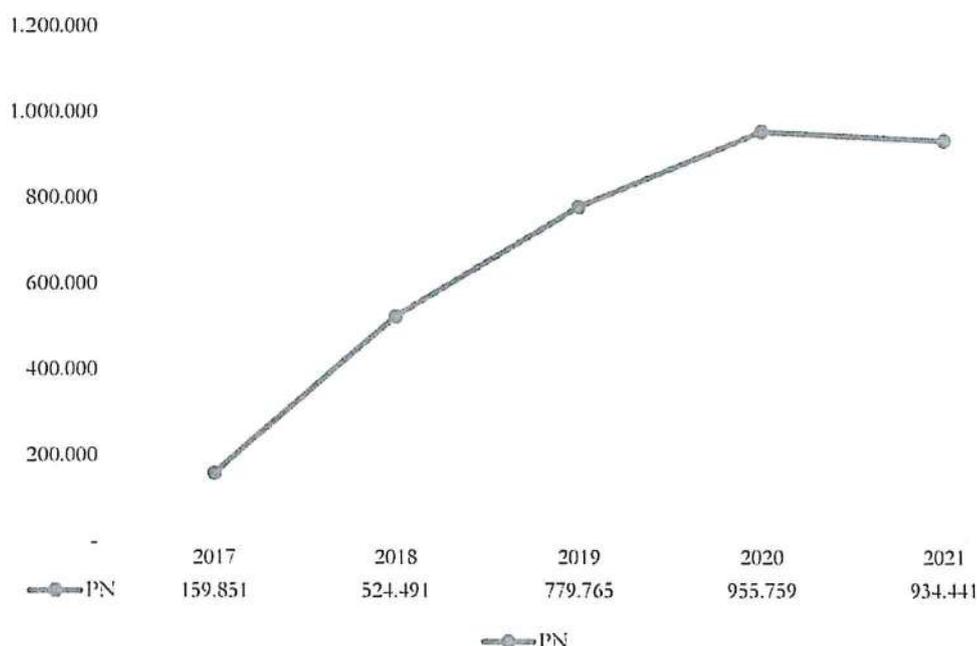



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - PERITI LEGALI

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.

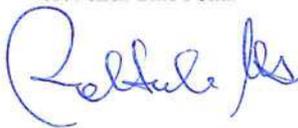
Patrimonio Netto

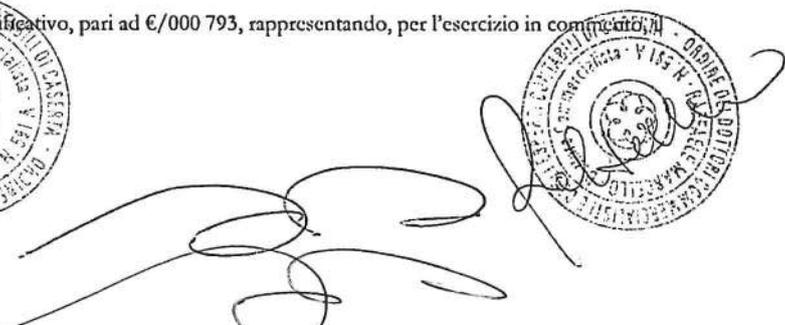


Il grafico evidenzia l'andamento crescente del Capitale Proprio in tutto l'arco temporale oggetto di analisi. Esso, infatti, passa da un valore di €/000 160 nel 2017 ad €/000 934 nel 2021, con una variazione percentuale del +485%. In tutti gli esercizi analizzati, infatti, la Società registra risultati 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.

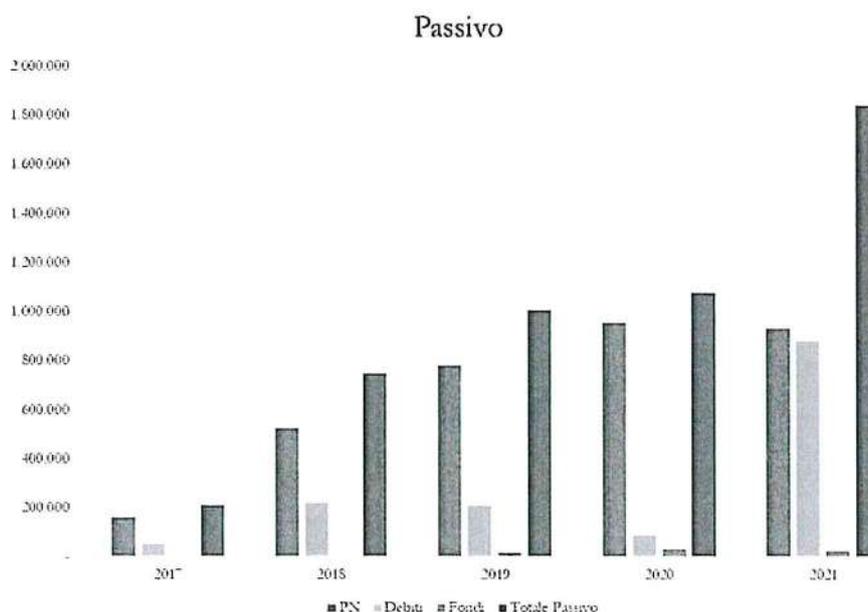
¹⁰ Nel 2021, i debiti registrano un aumento significativo, pari ad €/000 793, rappresentando, per l'esercizio in commento, il 48% circa delle Fonti.


STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI FISCALISTI LEGALISTI



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.

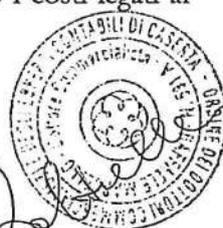
Parimenti, il valore della produzione passa dai €/000 274 del 2017 ai €/000 1.494 del 2021, con un CAGR₂₀₂₁₋₂₀₁₇ pari al + 52,79%.

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.

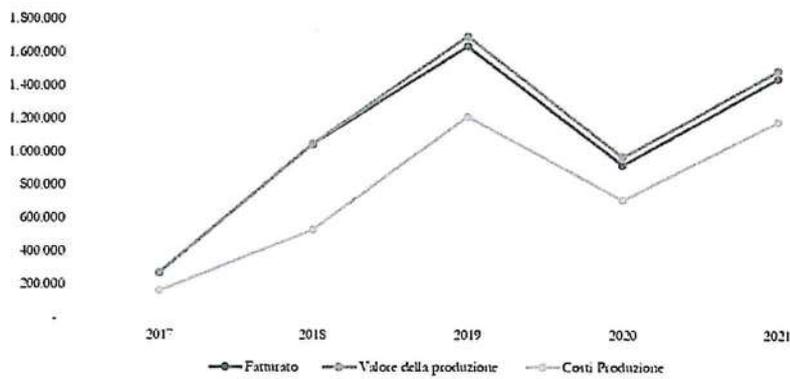






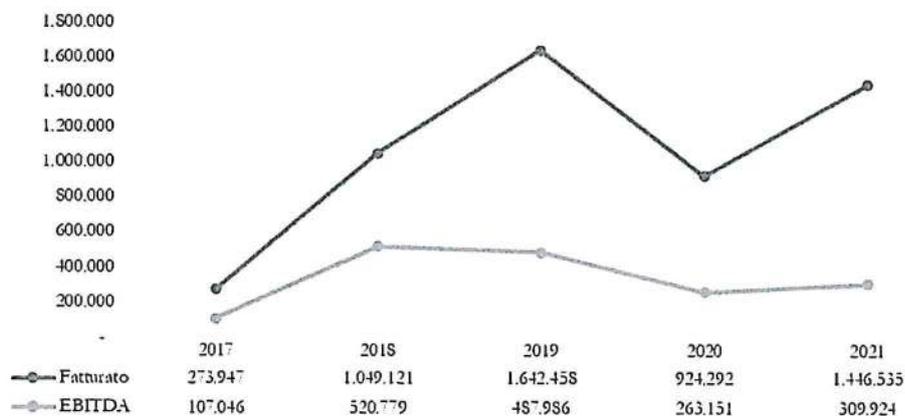
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

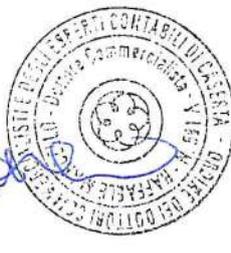
Tra gli esercizi 2019 e 2020, invece, la contrazione del Reddito Operativo è dovuta alla riduzione più che proporzionale subita dal fatturato (-44%) rispetto a quella dei costi (-41%). Di seguito, un grafico indicativo di quanto asserito poc'anzi:



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



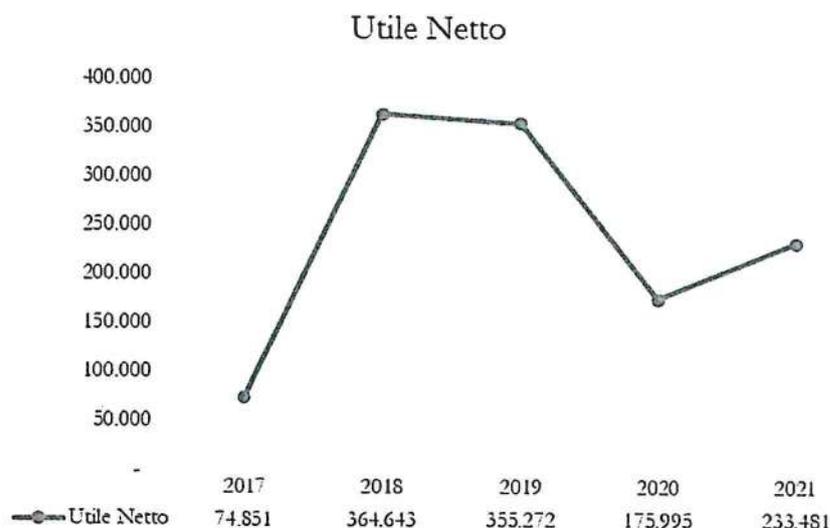






Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

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 ($\Delta + \text{€}/000 250$).

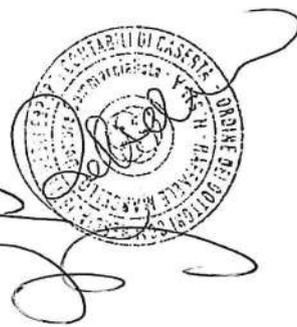
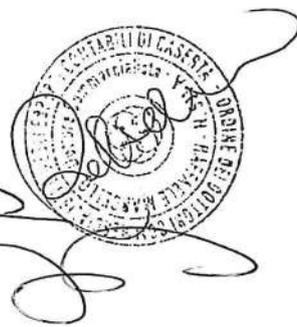
Al fine di chiarire meglio gli aspetti appena descritti, la figura seguente mostra l'andamento del risultato netto di esercizio durante il periodo considerato, il quale rimarca un andamento altalenante pur assestandosi sempre su valori positivi.



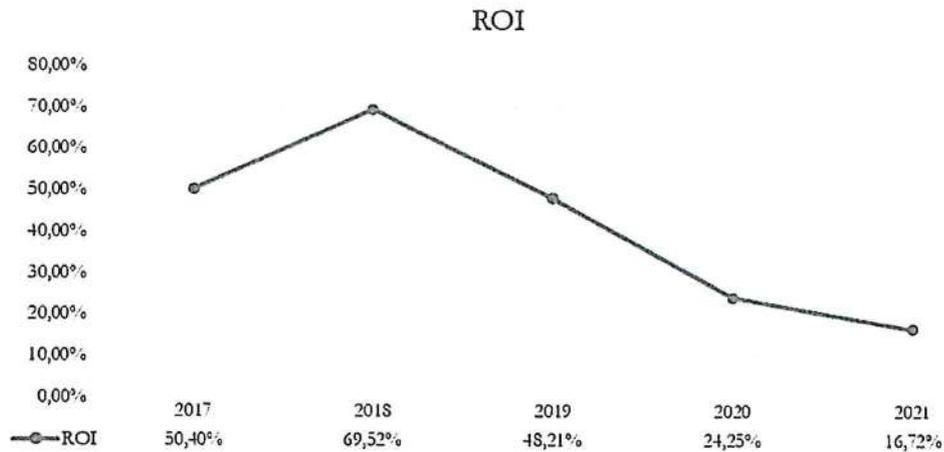
L'analisi della *performance* economica, tuttavia, non può prescindere da un'attenta indagine relativamente agli indici di redditività (ROI, ROS e ROE) e al loro andamento durante il periodo oggetto di osservazione.

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.

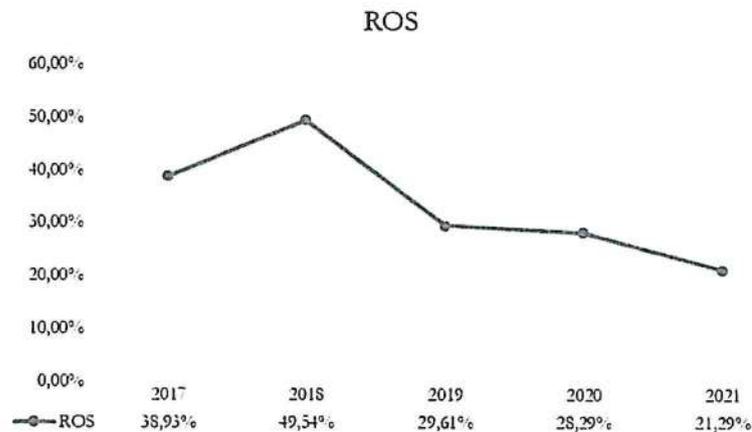


Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



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.

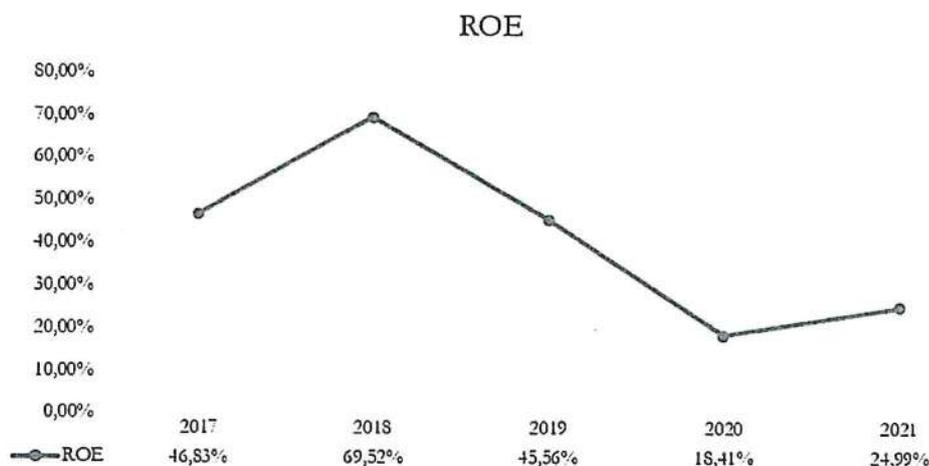


Infine, il ROE (*Return on Equity*), che misura la redditività del capitale investito dai soli soci attraverso il rapporto tra l'Utile Netto e il Totale Patrimonio Netto, dopo un andamento decrescente tra il 2018 ed il 2020 evidenzia un *trend* rialzista nell'ultimo esercizio oggetto di



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.

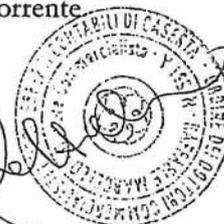
Il grado di autonomia patrimoniale, dato dal rapporto tra i Mezzi Propri e Totale Attivo, esprime il peso percentuale del capitale di rischio nella struttura finanziaria e segnala il grado di indipendenza dell'impresa da terzi finanziatori.

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	123.299	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%.

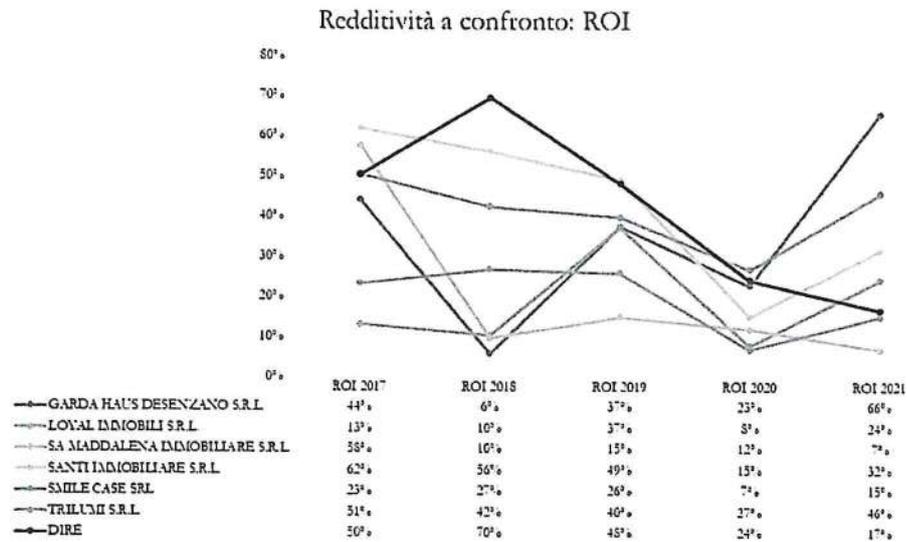
In aggiunta, le aziende appartenenti al campione di confronto rispettano i seguenti requisiti: *i)* numero di dipendenti da 3 a 7; *ii)* sede legale: Lombardia; *iii)* data di costituzione compresa tra il 2014 ed il 2018; *iv)* risultato di periodo sempre positivo nell'arco 2017 - 2021.

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 raffrontati con quelli conseguiti dalla Società.



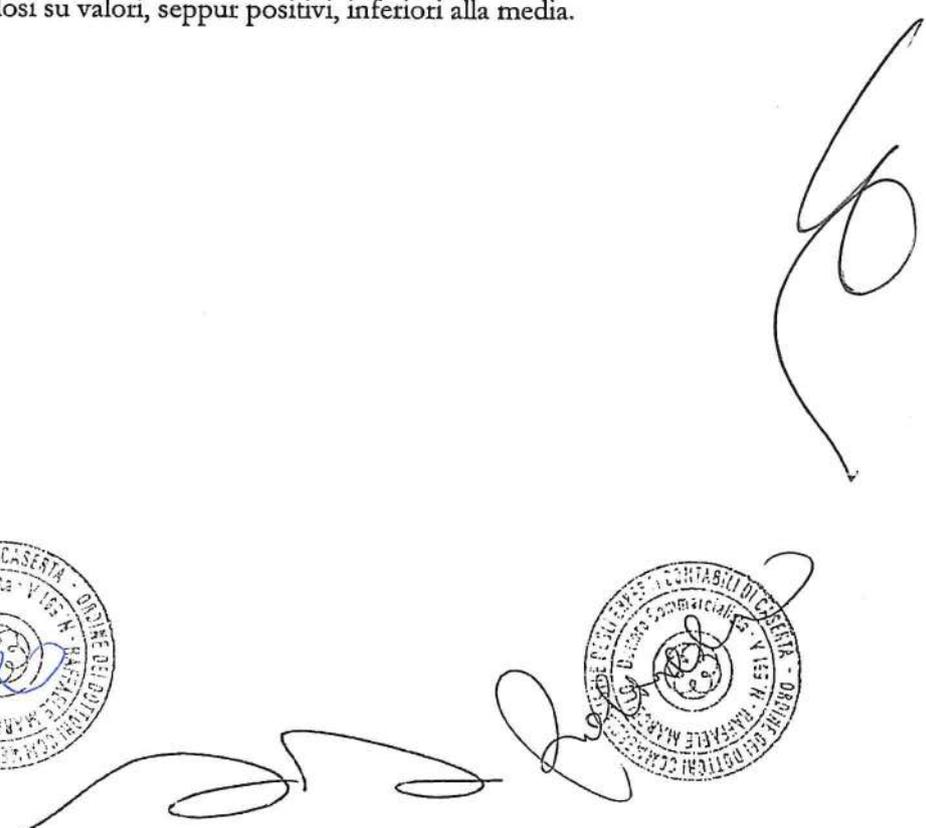
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."



Il grafico evidenzia una *performance* superiore alla media da parte dalla 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.



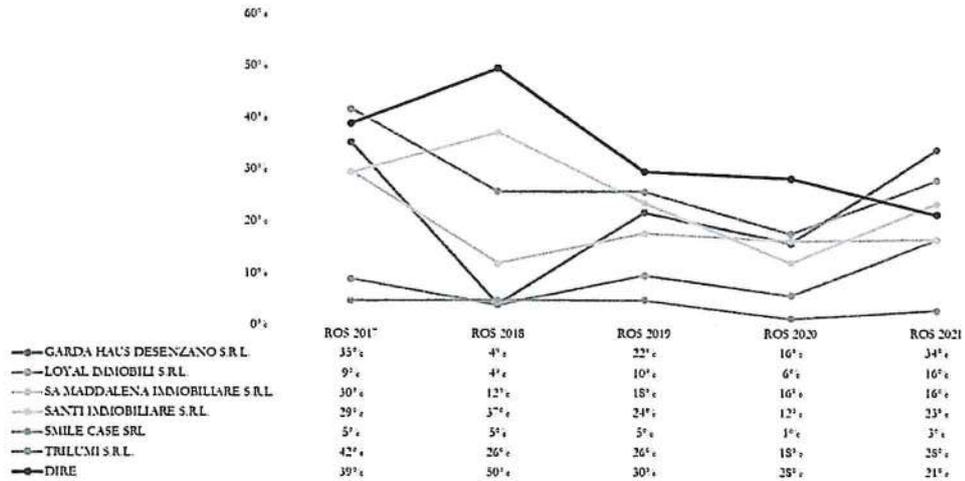
STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - FISCALISTI LEGALI





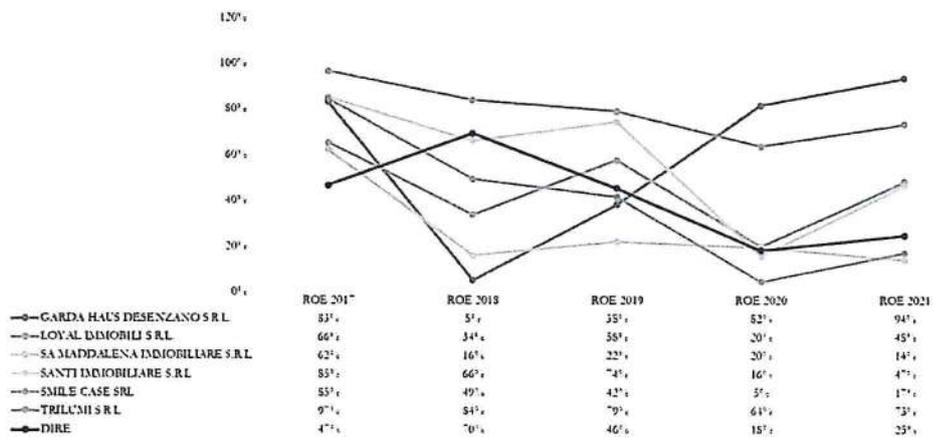
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

Redditività a confronto: ROS



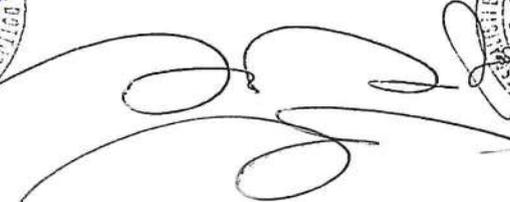
Per ciò che concerne il ROS, che esprime il tasso di remunerazione delle vendite, la Società si assesta su valori sempre positivi e superiori alla media del campione analizzato in tutto l'arco temporale 2017 – 2020; nel periodo 2021, contrariamente a quanto riscontrato per i competitor, l'indice *de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

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.

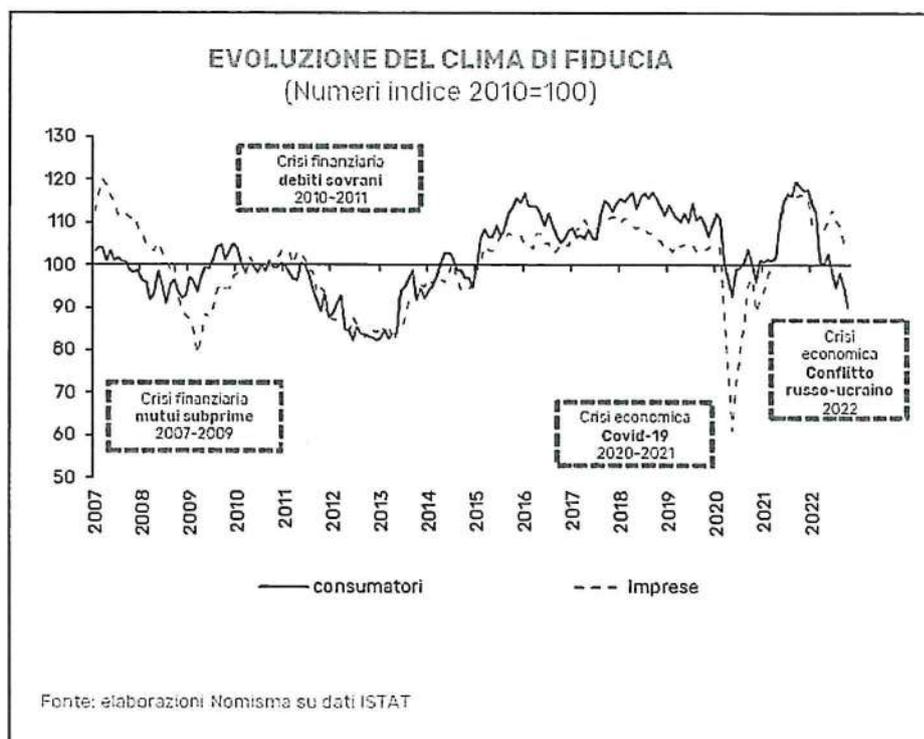
I sopra citati effetti risultano maggiormente acuiti da ulteriori fattori esogeni, quali il perdurare del conflitto russo – ucraino ed il conseguente innalzamento dei prezzi dell'energia e delle materie prime, fattori che hanno avuto ripercussioni negative sul clima di fiducia nutrito da parte di consumatori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



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI E FISCALISTI




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.

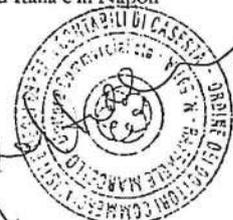
In base allo studio di *Nomisma*, il +1,1% dei canoni di locazione delle abitazioni, preceduto da un +0,9% nella prima parte dell'anno, è frutto di una maggiore pressione della componente di domanda che resta esclusa dal mercato dell'acquisto e di quella, già robusta, di chi cerca casa in affitto.

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.

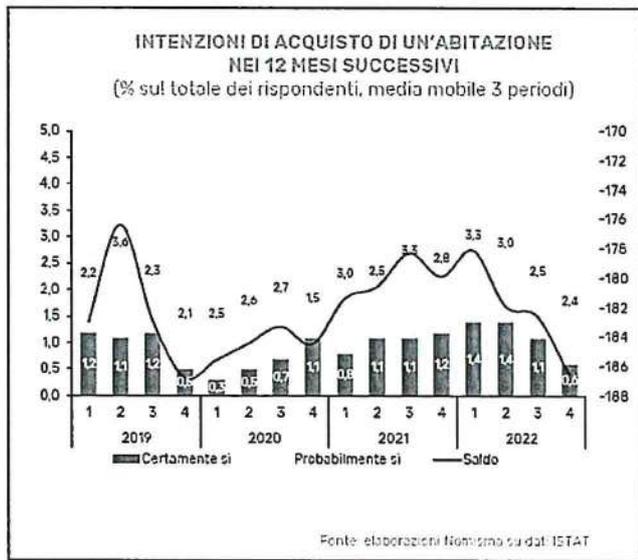
Si è indebolita, infatti, la spinta rialzista del mercato residenziale dell'acquisto dell'abitazione, complice la minore intensità della domanda, da una parte, e la favorevole inerzia dei prezzi, dall'altra. È, altresì, proseguito il lento recupero degli immobili d'impresa di piccole dimensioni, alimentato 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.

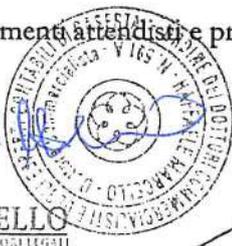
¹³ Sul mercato residenziale dell'acquisto in particolare, *Nomisma* individua in Milano e Padova per il Nord Italia e in Napoli e Bari per il Sud i mercati che anticipano le tendenze al rallentamento.



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

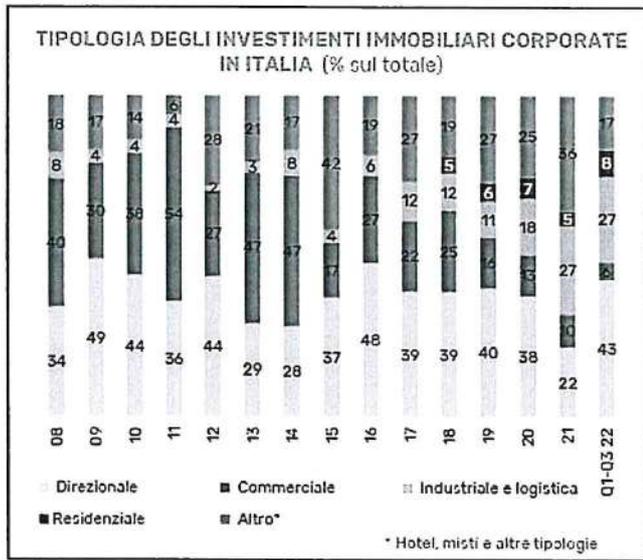
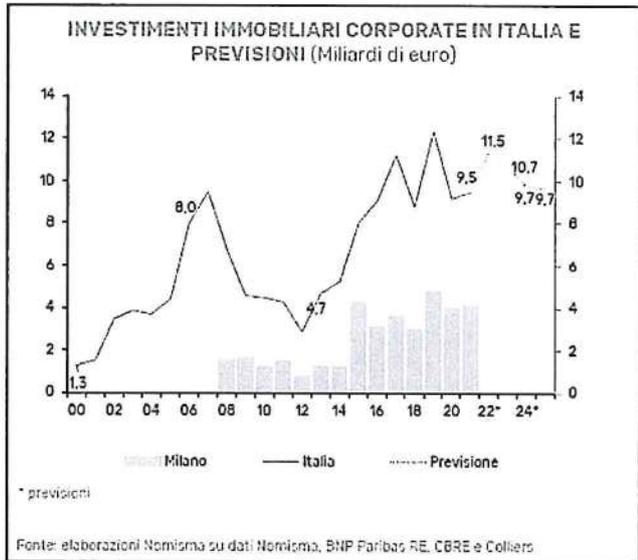


Sul versante *corporate*, si riscontra, invece, una diversa situazione in cui la ripresa è risultata vigorosa fino a tutto il terzo trimestre, alimentata dall'accresciuta attrattività dei settori alternativi (logistica e alberghiero) e del segmento direzionale. Tuttavia, la sopra citata evoluzione del 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 - RIVISORI 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 d)

Roberto...

[Signature]

[Signature]

STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

[Circular Stamp: Tribunale di Caserta]

[Circular Stamp: Tribunale di Caserta]

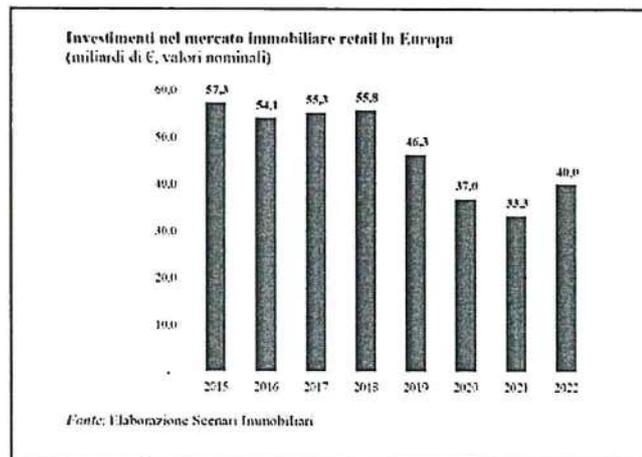
Relazione di stima - "Dismissioni Immobiliari S.r.l."

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
SOTTOPROFUGI COMMERCIALI E FISCALI LEGALI

[Signature]

[Circular Stamp: SOCIETÀ DI CASERTA]

[Circular Stamp: SOCIETÀ DI CASERTA]

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

Andamento dei prezzi medi nominali del settore commerciale¹⁾
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	102,1	103,1	110,0	106,0	102,0	103,5	102,3	1,8	-5,3
Venezia	100,0	101,7	101,2	101,1	102,6	96,0	92,0	92,8	97,8	0,9	5,4
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	94,9	-0,5	1,1
Media ES	100,0	101,9	103,0	105,4	105,8	100,3	97,0	97,8	101,9	0,8	4,3

¹⁾ Previsione
²⁾ Esercizi di vicinato
³⁾ 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 REVISORI LEGALI

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

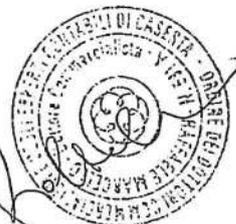
partire dal 2024. L'aumento degli utili contribuisce a rafforzare significativamente la situazione patrimoniale dell'azienda, mentre i flussi di cassa positivi comportano, oltre ad un aumento della disponibilità liquide, una graduale riduzione dell'esposizione debitoria verso le banche. Il piano industriale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

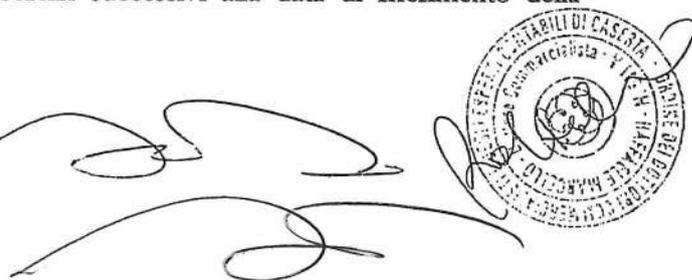
La classificazione della Società tra quelle di servizi ha inciso sulla scelta dei metodi da impiegare, privilegiando, rispetto a quelli basati sul patrimonio, altri informati alle aspettative economico e finanziarie. Infatti, in questa tipologia di aziende:

- 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



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*.

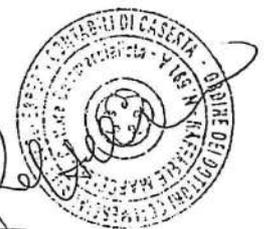
Il valore economico del capitale è quindi espresso dalla formula:

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

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."

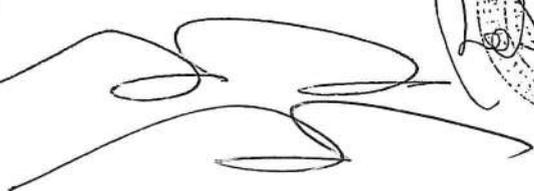
N	Periodo esplicito (3 anni)
HV	Valore residuale (<i>Horizon</i> o <i>Terminal Value</i>)

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 CONTABILI




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 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*.

¹⁷ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁸ Fonte: European Central Bank, *HICP 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%
<hr/>	
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	10,66%

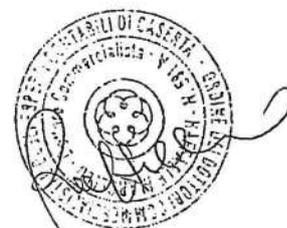
Di seguito, sono riportate le maggiori differenze rispetto ai i criteri adoperati in precedenza:

- 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%)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.

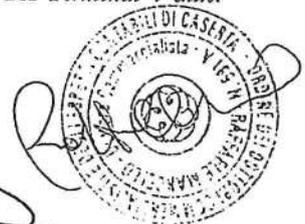
Adoperando le seguenti assunzioni, il valore dei redditi futuri è, rispettivamente, pari a:

$$R_1 = \text{€/000 } 236;$$

$$R_2 = \text{€/000 } 391;$$

$$R_3 = \text{€/000 } 403;$$

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).

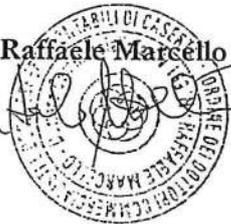
Ciò detto, il sottoscritto attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del codice civile, che il valore delle quote è pari ad un importo non superiore a €/000 4.095 (quattromilioninovecentacinquemila).

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

Addì, 15 maggio 2023




Prof. Dott. Raffaele Marcello



Repertorio n° 96840

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

ANTONIO DECIMO
NOTAIO

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. Compilata.*

Raffaele



STUDIO MARCELLO
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

**RELAZIONE DI STIMA
AI SENSI DELL' ART. 2343-TER DEL CODICE CIVILE
DELLA SOCIETÀ LIRA ADVISORY S.R.L.**

Prof. Dott. Raffaele Marcello

Giugno 2023



The image shows a handwritten signature in blue ink, which appears to be 'Raffaele Marcello', written over a circular professional stamp. The stamp is also in blue ink and contains the text 'DOTTORI COMMERCIALISTI' at the top, 'RAFFAELE MARCELLO' in the center, and 'SOCIETÀ LIRA ADVISORY S.R.L.' at the bottom. The stamp also includes a registration number '01/19312' and a date '19/06/2023'.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Sommario

1. Oggetto e finalità dell'incarico.....	3
1.1 Profilo professionale del valutatore.....	3
1.2 Indipendenza del valutatore	4
2. Obiettivo della valutazione	5
3. Data di riferimento	6
4. Svolgimento dell'incarico.....	6
5. Caratteristiche della Lira Advisory S.r.l.....	7
5.1 Profilo della Società	7
5.2 Il Mercato di riferimento.....	8
5.3 Dettagli del conferimento	12
6. Documenti, dati e fonti utilizzati	18
7. Le metodologie di valutazione applicate.....	19
7.1 Scenario e parametri utilizzati	20
7.2 Metodo di valutazione Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)	20
7.3 Metodo di valutazione reddituale	24
8. Attestazione del valore della Lira Advisory S.r.l.....	26

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

1. Oggetto e finalità dell'incarico

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),

premessò che

ha ricevuto, dalla società 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 Lira Advisory S.r.l. (di seguito *LIRA* od anche la Società), con sede in Milano (MI) alla Via Lupetta n.1, cap. 20123, Codice Fiscale e P. Iva 12994970965,

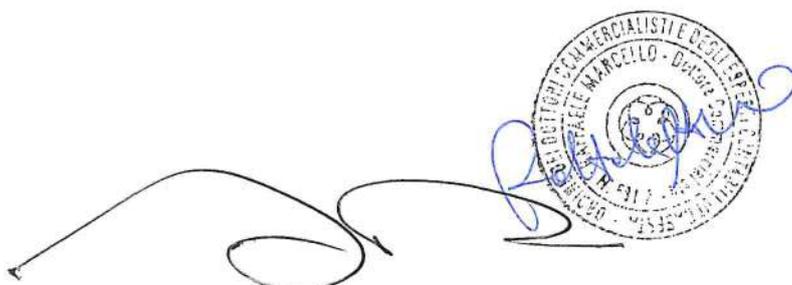
deposita

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 - 2015, si forniscono le informazioni tese ad apprezzare il profilo professionale 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;
- 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);



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- 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.

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 destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- 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.

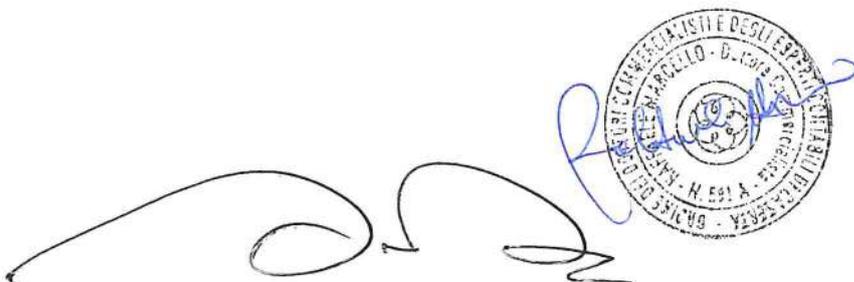
2. Obiettivo della valutazione

La valutazione è diretta ad accertare il valore economico, alla data del 6/06/2023, dell'intero capitale della "Lira Advisory 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 deve 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, 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"*.

A large, stylized handwritten signature in black ink is written across the bottom of the page. To the right of the signature is a circular professional stamp. The stamp contains the text "CIRCOLO PROFESSIONALISTICO DEGLI ESPERTI IN VALUTAZIONE COMMERCIALE - D. LGS 590/1996" around the perimeter. In the center, it reads "STUDIO MARCELLO - D. LGS 590/1996" and "P. ESPOSITO - H. ESPOSITO". There is a blue ink mark over the stamp.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

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 6/06/2023. 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 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;

A handwritten signature in blue ink is written over a circular professional stamp. The stamp contains the text "CANTIERI DI REVISIONE DEGLI ESPERTI CONTABILI MARCELLO - BOLOGNA" and "GRUPPO SOCIETARIO - N. 211 A".

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- 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. Caratteristiche della Lira Advisory S.r.l.

5.1 Profilo della Società

La Lira Advisory S.r.l. con sede legale a Milano in via Lupetta 1, è una società costituita in data 06/06/2023 alla presenza del Dott. Valerio Tacchini, notaio in Milano, iscritto presso il collegio notarile dei distretti riuniti di Milano, Busto Arsizio, Lodi, Monza e Varese. Il capitale sociale di €/000 50 è stato integralmente sottoscritto e versato dalla Conferente in qualità di socio unico. La carica di amministratore unico è affidata alla Sig.ra Giovanna Siggillino (C.F. SGGNN72P65I690Q).

Il *core business* della Società è relativo alle seguenti attività¹:

¹ Informazioni estratte dallo statuto della Società.



Relazione di stima - “LIRA Advisory S.r.l.”

- l'attività di elaborazione e gestione di dati in genere, oltre ad attività di assistenza alle aziende e agli studi professionali e attività connesse anche indirettamente con le medesime;
- l'attività di gestione di uffici professionali e commerciali in genere e di prestazioni di servizi connessi allo scopo, quali il noleggio di macchinari e computers, servizi di segreteria, servizi di ricerca e archiviazione bibliografica;
- la consulenza contabile, amministrativa, finanziaria ed aziendale in genere;
- l'attività di analisi economica-finanziaria, di predisposizione di studi di fattibilità, piani industriali, di sviluppo e di valorizzazione di iniziative immobiliari con assistenza per la costituzione di società e di fondi di sviluppo di diritto italiano.

Nello specifico, la Lira Consulting Srl ha conferito nella Società il ramo d'azienda operativo costituente l'attività di erogazione di servizi di consulenza ed advisory. Il valore economico di tale ramo è stato quantificato nella misura di €/000 752 da una precedente relazione di stima predisposta, ai sensi dell'art. 2465 c.c., dallo scrivente ed asseverata con giuramento avanti il Notaio Antonio Decimo di Santa Maria Capua Vetere (CE) in data 18 maggio 2023.

5.2 Il Mercato di riferimento

Il settore della consulenza in Italia, facendo riferimento ai dati contenuti nel Rapporto 2022 dell'Osservatorio Assoconsult² redatto in collaborazione con l'Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”, ha chiuso il 2021 realizzando risultati soddisfacenti e in netta ripresa rispetto al calo conseguente la pandemia da Covid-19. Nello specifico, il biennio 2020-2021 è stato caratterizzato da un aumento del fatturato del 10,9%, raggiungendo un valore aggregato di circa € 5 miliardi. In aggiunta, per il 2022, i dati previsionali indicano un'ulteriore crescita dell'11,4%, testimoniando il ricorso sempre maggiore delle imprese ai servizi di consulenza per fronteggiare i continui mutamenti di un contesto socio-politico ed economico fortemente instabile.

² Si veda www.assoconsult.org.

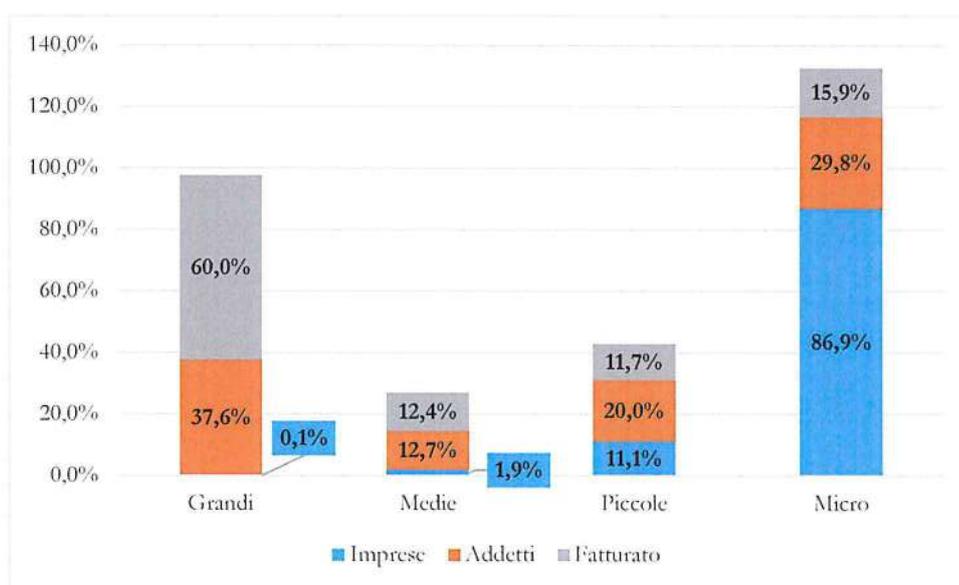



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

La crescita del settore è confermata anche dallo sviluppo dell'occupazione che è cresciuta, nell'ultimo biennio, del 10,3%, giungendo, in termini aggregati, a 46.000 professionisti occupati. In linea con le previsioni relative al *trend* del fatturato per il 2022, è prevista un'ulteriore crescita dell'organico dell'11,4%.

Nonostante la crescita delle piccole imprese, fatturato e addetti del settore sono fortemente concentrati tra le grandi società che, nonostante rappresentino lo 0,1% delle imprese del settore, cubano il 60% del fatturato e contano, in media, 50 addetti.

Figura 1 – Il settore della consulenza: ripartizione delle società (2021)



Fonte: *Elaborazione propria su dati Report Osservatorio Assoconsult 2022*

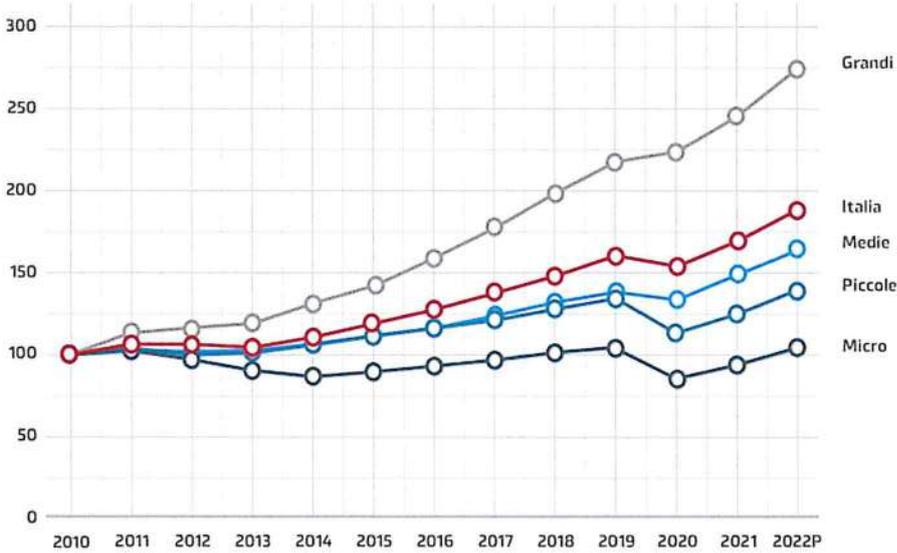
La Figura 1 evidenzia chiaramente alcune caratteristiche chiave della composizione del settore. *In primis*, delle 24.700 imprese di consulenza attive in Italia, 21.500 imprese hanno dimensioni molto ridotte, impiegando meno di 3 addetti. Ciò nonostante, le micro imprese realizzano meno del 16% del fatturato e impiegano circa un terzo del totale addetti. Dall'altro lato, come si diceva, le poche grandi imprese rappresentano la spina dorsale e la locomotiva del settore (nel 2010 cubavano il 41% del fatturato).

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Come già accennato, il settore della consulenza nel 2021 ha generato un fatturato aggregato pari € 5,1 miliardi, in aumento del 10,9% (+2,4% rispetto alle previsioni) rispetto all'anno precedente. Estendendo l'orizzonte temporale, negli ultimi 12 anni "il settore della consulenza è cresciuto ad un tasso medio del 5,4%, trainato dalle grandi società di consulenza che, mediamente, hanno aumentato il proprio fatturato dell'8,8% ogni anno"³. Le micro società, invece, hanno registrato un andamento pressoché stabile (+0,4% all'anno).

In termini occupazionali, il settore della consulenza in Italia, relativamente al 2021, conta circa 52.00 addetti di cui il 90% è rappresentato da *professional*, mentre il personale di *staff* conta circa 6.200 unità. In termini di andamento, guardando all'ultimo biennio, l'occupazione appare caratterizzata da una crescita in linea con quella del fatturato pari al 10,3%.

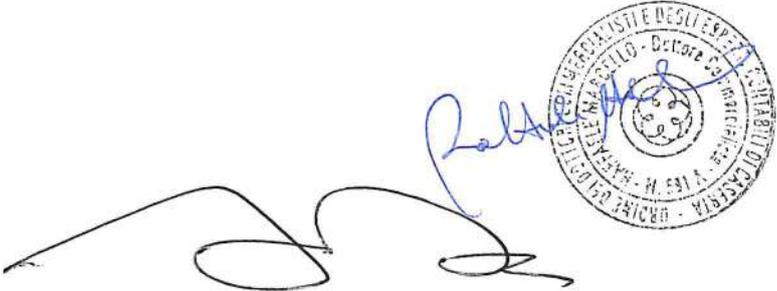
Figura 2 – Trend del fatturato per classi dimensionali



Fonte: Report Osservatorio Assoconsult 2022

La domanda dei servizi di consulenza proviene prevalentemente dal mercato finanziario. Difatti, banche e istituti di credito, al 2021, sono i principali clienti delle società di *consulting*,

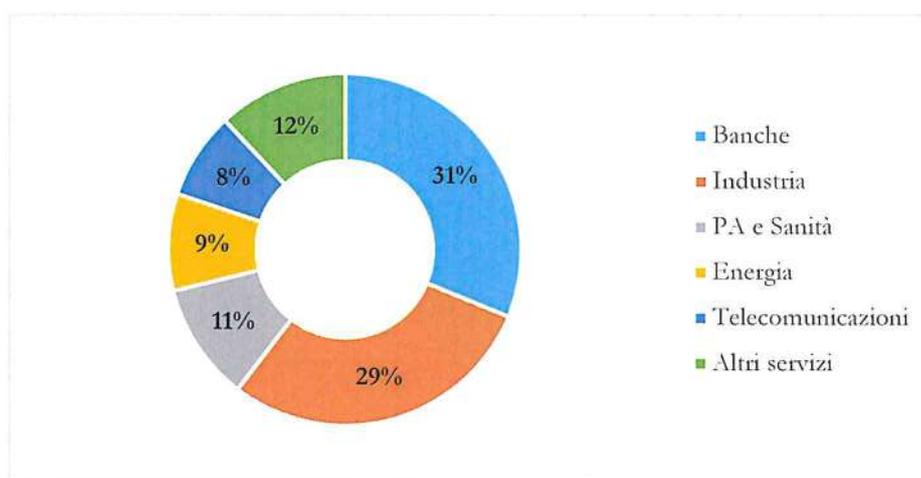
³ Report Osservatorio Assoconsult 2022.



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

rappresentando il 31,2% del fatturato del settore. In calo, invece, la quota di mercato del settore "Industria" che nell'ultimo biennio è scesa dal 31,6% al 29,2%⁴.

Figura 3 – Distribuzione del fatturato (2021)



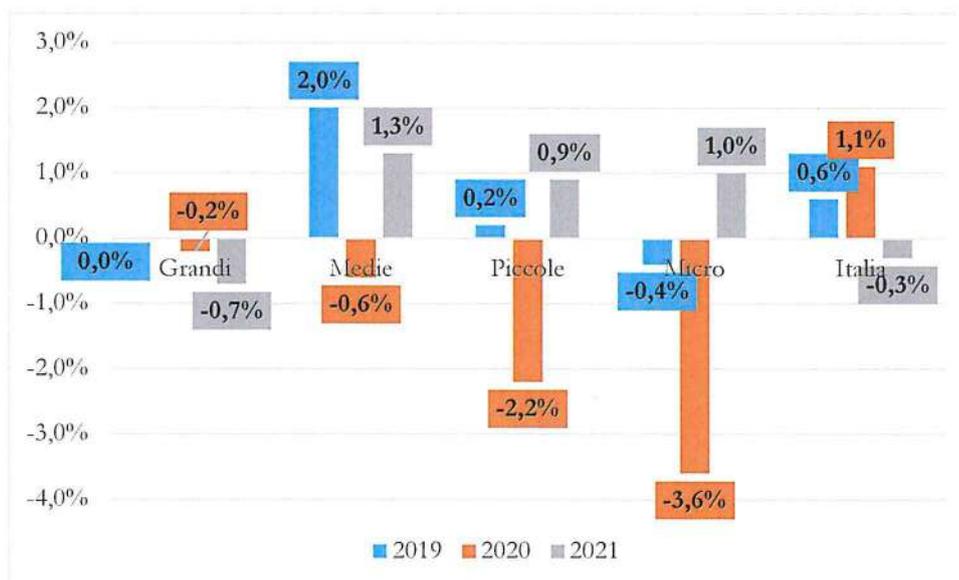
Fonte: *Elaborazione propria su dati Report Osservatorio Assoconsult 2022*

In uno scenario di crescita e di ripresa rispetto al calo delle attività registrato nel 2020, il settore della consulenza, tuttavia, non è privo di criticità. In particolare, il pricing medio, nonostante la forte ripresa del mercato, è ancora in calo. Nel 2021, la riduzione più significativa è stata registrata tra le società di consulenza di grandi dimensioni che vedono scendere il prezzo medio della giornata di consulenza dello 0,7%. Diversamente, le micro imprese hanno superato abbondantemente i livelli pre-Covid, registrando un aumento del *pricing* medio dell'1%. Complessivamente, nel 2021, il settore della consulenza in Italia registra una riduzione del prezzo medio della giornata di consulenza dello 0,3%, evidenziando un punto di debolezza del settore che nel 2020 aveva visto aumentare il valore dei servizi offerti dell'1,1%.

⁴ All'interno di questo settore sono i beni di consumo durevole e i beni industriali che hanno registrato la riduzione più consistente.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Figura 4 – Pricing medio: var.% anno su anno



In conclusione, le società di *consulting* nell'ultimo decennio sono cresciute significativamente sia in termini di valore sia di occupazione. Il 2021 ha confermato la vivacità del settore che ha saputo reagire efficacemente agli impatti negativi della pandemia da Covid-19. I dati previsionali del 2022 confermano la crescita del mercato della consulenza, evidenziando il crescente bisogno dei servizi di *consulting*, necessari alle imprese per rispondere alle continue sfide poste dal contesto socio-politico ed economico mutevole ed incerto in cui si trovano ad operare.

5.3 Dettagli del conferimento

In seguito al conferimento, la Società ha in essere, ad oggi, i seguenti contratti attivi con i clienti:

1. Mandato in esclusiva per assistenza a I.S.C. srl con sede in Carate Brinza (MB) fino a revoca;
2. Mandato in esclusiva per assistenza a IPG srl con sede in Roma (RM) fino a revoca;

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

3. Mandato in esclusiva per assistenza a IMVEST spa con sede in Roma (RM) fino a revoca;
4. Mandato in esclusiva per assistenza a IMVEST SHORT RENT srl con sede in Roma (RM) fino a revoca;
5. Mandato in esclusiva per assistenza a ELEIF srl con sede in Darfo Boario Terme (BS) fino a revoca;
6. Mandato in esclusiva per assistenza a JUTE SPORT srl con sede in Milano (MI) fino a revoca;
7. Mandato in esclusiva per assistenza a METIS ADVISOR srl con sede in Milano (MI) fino a revoca;
8. Mandato in esclusiva per assistenza a SAN MARCO R.E. srl con sede in Milano (MI) fino a revoca;
9. Mandato in esclusiva per assistenza a S & N REAL ESTATE srl con sede in Segrate (MI) fino a revoca;
10. Mandato in esclusiva per assistenza a P.A.L. Italia srl con sede in Novate Milanese (MI) fino a revoca;
11. Mandato in esclusiva per assistenza a DUCA ASCANIO SFORZA CESARINI, per la transazione e chiusura della sua posizione debitoria in essere con AMCO, fino a revoca;
12. Mandato in esclusiva per l'assistenza con gli Istituti di credito ed i soggetti/equity partner interessati al progetto da parte di Lira Consulting srl di Oversonics Robotics srl, con sede in Besana Brianza (MB) fino a revoca;
13. Lettera di incarico professionale di assistenza/consulenza contabile, commerciale, contrattualistica, fiscale e di assistenza legale volta alla ristrutturazione del debito/risanamento di ONE SHORT REAL ESTATE srl e delle società partecipate.

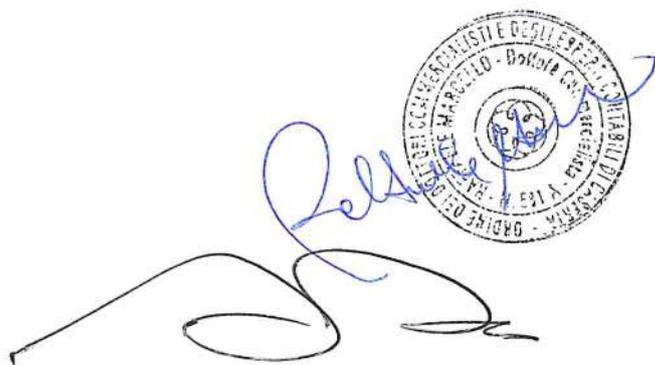
La struttura organizzativa della Società comprende altresì:

- un dipendente, dott. Loris Todesco, nato in Germania il 5 settembre 1970, C.F. TDS LRS 70P05 Z112A, contrattualizzato a tempo indeterminato, matricola INPS azienda 498663977, posizione assicurativa territoriale 09527267006;

A handwritten signature in blue ink is written over a circular professional stamp. The stamp contains the text "STUDIO MARCELLO - Dottore Commercialista" and "MARCELLO" in the center. The stamp is partially obscured by the signature.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- un accordo quadro di consulenza legale con lo studio Legale Voltolini e Associati, P.Iva 02104570227, per attività di *advisory* strategica circa la valutazione, sviluppo e gestione di incarichi riguardanti il settore del *corporate finance*;
- un accordo quadro di consulenza con il dott. Cristiano Robbiati, C.F. RBB CST 69S21 F205Z, per attività di *advisory* strategica circa la valutazione, sviluppo e gestione di incarichi riguardanti il settore del *corporate finance*;
- beni mobili così come analiticamente indicati nel registro dei beni ammortizzabili riportato di seguito.



The image shows a handwritten signature in blue ink, which appears to be 'Robbiati', written over a circular professional stamp. The stamp contains the text 'DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI CASERTA' around the perimeter, and 'STUDIO MARCELLO - Dottore Cristiano Robbiati' in the center. The stamp also includes the text 'P. IVA 02104570227' and 'VIA ... 1531'.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Ditta n. 03		LIRA CONSULTING SRL VIA LUPETTA 1 20123 MILANO			MI		cod.fisc.: 08838480964 part.iva: 08838480964		
Anno 2022		LIBRO DEI CESPITI AMMORTIZZABILI						pag. 1 / 2022	
Gruppo: 23 ATTIVITA' NON PRECEDENTEMEN. SPECIFICATE		Specie: 02		Altre attività					
Cod.	Descrizione Gruppo	Anno seq.	Perc. norm.	Perc. art.	Imp. acquisto Tot da amm. Ann. Inc. proc. Minusvalenza Val terreno Rivest. Anno	Rivalutazione Ann. lo prec Ann. Inc. deduc. M/n. indeduc. Inc/Ded fondo Inc/Ded Anno	Plus/valore Amm. annuale Imp. eliminaz Plus/valenza Resid. am.le	Imp. non amm Ammar. antec. Imp. all. Ind. Plus de rip. Oggetti utili	Oneri diversi Imp. non ammla Imp. vendita Plus non Impo. N. Amm. Sosp.
**	Sottospesie 7 Arredamento				Percentuale amm. normale:			15,00	
1	ARREDAMENTO	2015	2,50		6.984,00 6.984,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 6.789,98 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 174,10 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
2	DIVANO	2022	7,50		1.168,03 1.168,03 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 87,60 6,00 6,00 1.080,43	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00
3	LAMPADIE UFFICIO	2022	7,50		1.858,45 1.858,45 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 139,38 0,00 0,00 1.719,07	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00
**	Totale 7 Arredamento				9.990,48	0,00	0,00	0,00	0,00
	Totale immobilizzazioni	9.990,48			9.990,48	6.790,98	401,08	0,00	0,00
	Totale Fondi ammortamento	7.190,98			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
					0,00	0,00	2.799,50	0,00	0,00
**	Sottospesie 13 Macchine d'ufficio elettron. u. robotiz.				Percentuale amm. normale:			20,00	
7	I PAD AIR2	2016	17,50		583,61 583,61 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 728,97 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 154,64 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00
1	COMPUTER PORTATILE	2018	20,00		1.888,06 1.888,06 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 705,64 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 201,61 0,00 0,00 100,61	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00
2	APPLE IPHONE XS	2019	20,00		972,00 1.078,92 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 538,45 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 219,78 0,00 0,00 323,69	0,00 0,00 0,00	155,92 0,00 0,00
3	IPAD+TASTIERA	2019	20,00		717,49 717,49 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 358,75 0,00 0,00 0,00 0,00	6,00 143,50 0,00 0,00 215,24	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00
4	IPHONE 11	2019	20,00		974,59 974,59 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 487,30 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 194,92 0,00 0,00 292,37	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

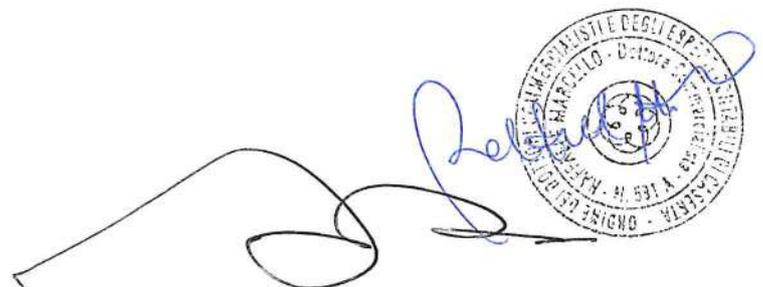
Ditta n. 83		LIRA CONSULTING SRL VIA LUPETTA 1 20123 MILANO			MI		cod. fis.: 09538490994 part. iva: 09538490994		
Anno 2022		LIBRO DEI CESPITI AMMORTIZZABILI						pag. 27	2022
Gruppo: 23 ATTIVITA' NON PRECEDENTEMENTE SPECIFICATE		Specie: 02		Altre attivita'					
Cod.	Descrizione Cespito	Anno acq.	Perc. norm.	Perc. ant.	Imp. acquisto Totale amm. Amm. ind. prec. Misuvalenza Val. terrana Rival. Anno	Rivalutazione Amm. to prec. Amm. ind. prec. Min. ind. prec. Inc. Dec. fondo Inc. Dec. Anno	Plus/valore Amm. annuale Imp. eliminaz. Plus/valore Resid. anno	Imp. non amm. Amm. ant. ind. Imp. ant. ind. C/cont. off.	Oneri diversi Imp. non amm. le Imp. vendita Plus non immo. % Amm. Sosp.
5	COMPUTER HP	2020	20,00		831,14 831,14 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 240,34 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 166,23 0,00 0,00 0,00 415,57	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
6	PC + ACCESSORI	2021	20,00		1.564,00 1.564,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 165,40 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 310,80 0,00 0,00 0,00 1.087,80	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
**	Totale	13 Macchine d'ufficio elettron. a elektron.			6.940,88	0,00	0,00	0,00	106,92
	Totale Immobilizzazioni	7.047,81			7.047,81	3.224,85	1.387,48	0,00	0,00
	Totale Fondi ammortamento	4.612,33			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
**	Sottospecie	15 Autovetture, motocicli o simili			Percentuale amm. normale:		25,00		
7	MOTOVEICOLO TG.	2021	25,00		20.534,23 23.213,60 2.790,42 0,00 0,00 0,00	0,00 103,29 5.566,84 0,00 0,00 0,00	0,00 206,58 0,00 0,00 14.508,56	0,00 0,00 0,00 0,00	2.679,46 0,00 0,00 0,00
9	FIAT 500 TG. EZ998/VM	2022	12,50		11.200,00 11.200,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 1.400,00 0,00 0,00 0,00 8.800,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00
**	Totale	15 Autovetture, motocicli o simili			31.734,23	0,00	0,00	0,00	2.679,46
	Totale Immobilizzazioni	34.413,60			34.413,60	103,29	1.606,58	0,00	0,00
	Totale Fondi ammortamento	10.105,13			2.790,42	5.566,84	0,00	0,00	0,00
**	Sottospecie	31 Spese di costituzione e trasformazione			Percentuale amm. normale:		20,00		
1	SPESE DI COSTITUZIONE	2014			1.980,69 1.980,69 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 1.980,69 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00
**	Totale	31 Spese di costituzione e trasformazione			1.980,69	0,00	0,00	0,00	0,00
	Totale Immobilizzazioni	1.980,69			1.980,69	1.980,69	0,00	0,00	0,00
	Totale Fondi ammortamento	1.980,69			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
**	Sottospecie	34 Altri oneri plurenni			Percentuale amm. normale:		20,00		
1	LAVORI NUOVO UFFICIO	2022	10,00		15.000,00 15.000,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 1.500,00 0,00 0,00 0,00 13.500,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00



Handwritten signature in blue ink, likely belonging to a professional associated with Studio Marcello.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Data n. 53		LIRA CONSULTING SRL VIA LUPIETTA 1 20123 MILANO			cod. fis.: 09638490964 part.iva: 06838490964		MI		LIBRO DEI CESPITI AMMORTIZZABILI		pag. 3/2022	
Anno 2022												
Gruppo: 22 ATTIVITA' NON PRECEDENTEMENTE SPECIFICATE		Specie: 02		Altra attivita'								
Cod. Descrizione Cespito	Anno acq.	Perc. nom.	Perc. ant.	Imp. acquisto Tot. da amm. Anno/ind. gene. Minusvalenza Val. netto Rival. Anno	Rivalutazione Amm.to prec. Anno, ind. da amm. Min. ind. da amm. Imp/Occ. fondo Imp/Occ. Anno	Plus/minus Amm. annuale Imp. da rimb. Plus/valenza Ric. am.le	Imp. non amm. Amm.to ant. Imp. el. ind. Plus/da rip. Giorni ut.	Quali diversi Imp. non amm. Imp. vendita Plus/da impo. % Amm. Solo				
2 LAVORI X NUOVO UFFICIO	2022	10,00		22.735,15 22.735,15 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 2.273,52 0,00 0,00 20.461,63	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
3 LAVORI X NUOVO UFFICIO	2022	10,00		45.343,49 45.343,49 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 4.534,35 0,00 0,00 40.809,14	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
4 LAVORI X NUOVO UFFICIO	2022	10,00		1.200,00 1.200,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 120,00 0,00 0,00 1.080,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
5 LAVORI X NUOVO UFFICIO	2022	10,00		9.091,00 9.091,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 909,10 0,00 0,00 8.181,90	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
** Totale	34 Altri beni biennali			93.369,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Totale Immobilizzazioni				93.369,64	0,00	9.336,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Totale Fondi ammortamento				9.336,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
				0,00	0,00	54.032,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
** Sottospecie	35 Beni non superiori a 516,48€ / 1.000.000€			Percentuale amm. normale :				100,00				
1 SPLENDID STUFA SOLARIA CARBON	2016			57,30 57,30 0,00 0,00 0,00	0,00 57,30 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
1 SPLENDID STUFA SOLARIA CARBON	2016		M	22,92 22,92 0,00 0,00 0,00	0,00 22,92 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
2 MONITOR PC	2016			01,96 01,96 0,00 0,00 0,00	0,00 61,96 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
3 STAMPANTE HP	2018			57,37 57,37 0,00 0,00 0,00	0,00 57,37 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	
4 IPHONE 8	2018			479,00 479,00 0,00 0,00 0,00	0,00 479,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00	



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

Ditta n. 83		LIRA CONSULTING SRL VIA LUPETTA 1 20123 MILANO		MI		cod. fis.: 06638490984 part.iva: 06638490984		pag. 4 / 2022		
Anno 2022		LIBRO DEI CESPITI AMMORTIZZABILI								
Gruppo: 23 ATTIVITA' NON PRECEDENTEMEN. SPECIFICATE		Spese:		02		Altre attività				
Cod. Descrizione Cospita	Anno acq.	Perc. norm.	Perc. ant.	Imq. acquisto Tot. da amm. Amm. ind. proc. Minusvalenza Val. ant. Rival. Anno	Rivoltazione Amm. to proc. Amm. ind. deduc. Min. ind. deduc. Inc/Dec fondo Inc/Dec Anno	Plus/minus Amm. annuale Imq. a eliminaz. Plus/minus Resid. ann. A	Imp. non amm. Amm. antec. Imp. ind. Plus/da rip. Giurid. U.	Oneri diversi Imp. non amm. Imp. vendita Plus/da rip. Plus/ non imp. % Amm. Sosp.		
5 MODEM COMBO	2019			240,00 240,00 0,00 0,00 0,00	0,00 240,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
6 APPLE AIRPODS	2019			188,44 188,44 0,00 0,00 0,00	0,00 188,44 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
7 AIRPODS	2020			146,72 146,72 0,00 0,00 0,00	0,00 146,72 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
8 2 SAMSUNG LCD55	2022	100,00		890,31 890,31 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 890,31 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00
** Totale	35 Beni non superiori a 518 48€(1.000.000L			2.131,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Immobilizzazioni				2.131,10	1.250,79	890,31	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Fondi ammortamento				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
** Totale (MAXI)				22,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Immobilizzazioni				22,92	22,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Fondi ammortamento				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
**** TOTALE GENERALE	(FIS)			146.147,03	0,00	0,00	0,00	0,00	2.786,36	0,00
Totale Immobilizzazioni				148.933,41	13.349,52	13.612,42	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Fondi ammortamento				2.798,42	5.596,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	113.576,21	0,00	0,00	0,00	0,00
**** TOTALE GENERALE	(MAXI)			22,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Immobilizzazioni				22,92	22,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Fondi ammortamento				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

L'attività sarà esercitata nei locali attualmente in uso alla Lira Consulting srl mediante un contratto di fornitura di servizi e spazi attrezzati in corso di sottoscrizione.

6. Documenti, dati e fonti utilizzati

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



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- Rapporto 2022 dell'Osservatorio Assoconsult;
- Bilancio della LIRA Consulting s.r.l. al 31.12.2022 in corso di approvazione;
- Bilanci della *LIRA Consulting s.r.l.* dal 2019 al 2021;
- *Business Plan 2023 - 2025* dell'"Attività Financial Advisory" trasmesso dalla Società allo scrivente⁵;
- Visura aggiornata della *LIRA Consulting s.r.l.*;
- Atto di costituzione della Lira Advisory S.r.l. stipulato alla presenza del Dott. Valerio Tacchini, notaio in Milano, in data 06/06/2023;
- Statuto della Lira Advisory S.r.l.;
- Certificato di attribuzione del numero di Partita Iva della Lira Advisory S.r.l.;
- Perizia di stima del ramo d'azienda "Lira" redatta dal Prof. Dott. Raffaele Marcello.

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.

⁵ Il *Business Plan* è stato trasmesso in via confidenziale allo scrivente e, perciò, non è riportato in questo documento. Inoltre, in base alle informazioni trasmesse dalla Società allo scrivente, il *Business Plan* dell'"Attività Financial Advisory" coincide con il *Business Plan* della Lira Advisory S.r.l.

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

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

7.1 Scenario e parametri utilizzati

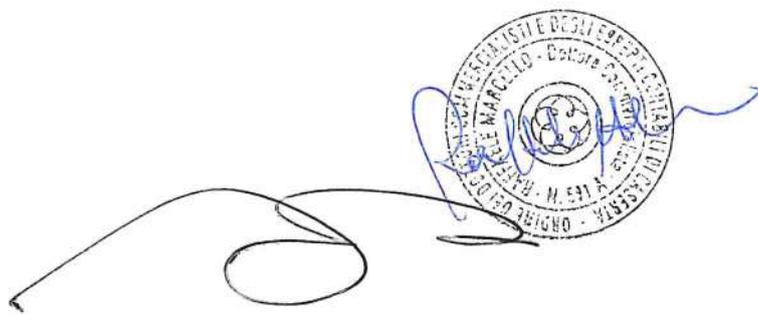
I metodi di valutazione impiegati hanno richiesto la preventiva determinazione dei flussi economici e finanziari previsti per gli esercizi successivi alla data di riferimento della valutazione e per l'esercizio a regime. A tal fine, è stato possibile utilizzare il metodo dei risultati programmati, che 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 2023-2025 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 tali valori per il tasso di crescita storico del settore di riferimento, identificato secondo avvertita dottrina⁶ 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:

⁶ Fonte: Damodaran



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

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

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>)

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 2023 - 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%. Nel calcolo dei flussi di reddito per l'esercizio 2023, sono stati considerati i flussi di reddito conseguiti a seguito della costituzione della Società, ovvero a partire dal 3° trimestre del 2023;
- data la mancata previsione nel Piano di investimenti per gli esercizi 2024 e 2025, sono stati previsti per l'esercizio 2025 investimenti per il rinnovo degli impianti, nella misura di €/000 80;
- 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.;

Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

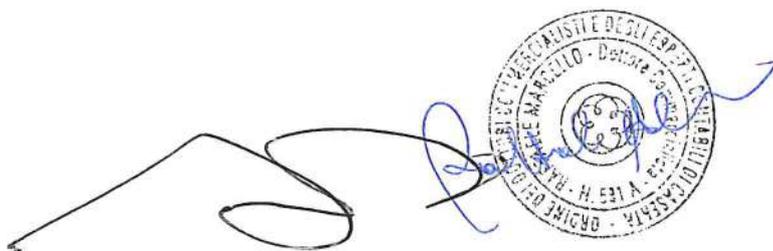
- nella determinazione del valore economico del capitale, il valore della Posizione Finanziaria Netta è stato desunto dal *Business Plan* per l'esercizio 2023. Nello specifico, la Società non presenta alcune passività di natura finanziaria;
- per quanto riguarda il calcolo del *Terminal Value*, è stato prudenzialmente applicato un abbattimento dell'1% del reddito operativo a regime rispetto al reddito operativo conseguito nel 2025, ovvero €/000 210. Tale scelta è volta a catturare la possibile insorgenza di circostanze future varie e difficilmente prevedibili, come una minore redditività della Società. Inoltre, 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 3,9% per la Regione Lombardia.

Dato che la Società oggetto di valutazione non presenta passività di natura finanziaria, 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%
<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)* è pari a 0,40. Dato che la Società oggetto di valutazione non presenta passività di natura finanziaria, non si è reso necessario rettificare tale valore per la struttura patrimoniale della Società;



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- il rischio relativo del mercato è mediamente indicato per quello italiano nella misura del 7,85% (sette virgola ottantacinque per cento)⁷, 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%)⁸. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel breve periodo a 2,40 %⁹, 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 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%
<hr/>	
Beta factor (b):	0,40
Cost of Equity (Ke):	10,66%

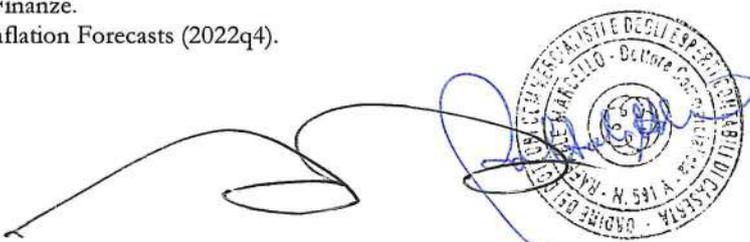
Di seguito, sono riportate le maggiori differenze rispetto ai i criteri adoperati in precedenza:

- 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;

⁷ 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*

⁸ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze.

⁹ Fonte: European Central Bank, HICP Inflation Forecasts (2022q4).



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

- 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%)¹⁰. Una volta depurato tale rendimento dalla componente inflattiva, pari nel lungo periodo al 2,20%¹¹, si determina un *net risk free rate* pari al 2,52%.

Attualizzando dunque i flussi di cassa a regime (€/000 150) al predetto tasso del 10,66%, si determina un valore del *Terminal Value* pari a €/000 1.407. La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti tramite l'utilizzo dell'UDCF:

	2023	2024	2025	Terminal Value
EBIT	99.250,00 €	204.316,05 €	210.302,51 €	208.199,49 €
EBIT al netto delle imposte	71.559,25 €	147.311,87 €	151.628,11 €	150.111,83 €
Ammortamenti e accantonamenti	37.750,00 €	75.500,00 €	75.500,00 €	- €
CAPEX	752.500,00 €	- €	80.000,00 €	- €
Variazione CCN	128.298,91 €	- 3.061,79 €	- 144,25 €	- €
Flussi di cassa	- 771.489,66 €	225.873,67 €	147.272,36 €	1.407.589,35 €
Flussi di cassa attualizzati	- 722.407,17 €	198.047,55 €	120.914,13 €	1.155.664,54 €
Valore Lira Advisory S.r.l.	752.219,05 €			

Complessivamente, applicando i tassi individuati ai *cash flow* precedentemente specificati ed al *Terminal Value*, si determina un valore del capitale economico della Lira Advisory S.r.l. di €/000 752 (settecentocinquantaduemila euro).

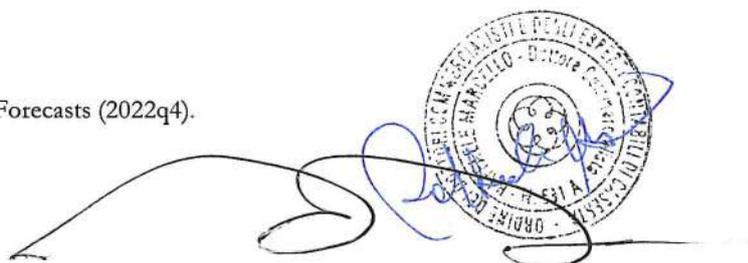
7.3 Metodo di valutazione reddituale

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:

¹⁰ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹¹ Fonte: European Central Bank, HICP Inflation Forecasts (2022q4).



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

a) 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;

b) 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 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:

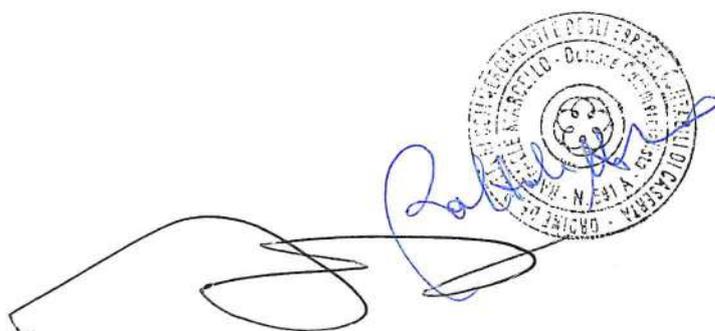
- è stato assunto un orizzonte di tre anni per la determinazione dei redditi da assumere analiticamente nel calcolo del valore economico del capitale;
- per la stima dei flussi reddituali previsti, si è fatto ricorso agli utili previsti dal *Business Plan* al netto delle imposte per l'orizzonte temporale 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;
- è stato prudenzialmente applicato un abbattimento dell'1% dell'utile a regime rispetto all'utile conseguito nel 2025. Di conseguenza, nel calcolo del *Terminal Value*, si sono supposti flussi di reddito a regime pari a €/000 150;

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

$$R_1 = \text{€/000 } 72;$$

$$R_2 = \text{€/000 } 147;$$

$$R_3 = \text{€/000 } 151.$$



Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

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%. Si determina così un valore del *Terminal Value* di €/000 1.156.

Come riportato dalla tabella di seguito, applicando il tasso individuato (6,79%) ai redditi precedentemente specificati ed al valore residuale, si determina un valore del capitale economico della Società pari **€/000 1.476 (un milione quattrocentosettantaseimila euro)**. L'importo superiore alla stima dell'*UDCF* vale solo per confermare il valore precedente, con la differenza che è chiaramente riconducibile alla specificità del caso in questione (p.e. incidenza del circolante, incrementi per immobilizzazioni, etc.).

	2023	2024	2025	Terminal Value
<i>Utili attesi</i>	71.559,25 €	147.311,87 €	151.628,11 €	150.111,83 €
<i>Utili attualizzati</i>	67.006,62 €	129.164,04 €	124.490,31 €	1.155.664,54 €
Valore Lira Advisory S.r.l.	1.476.325,51 €			

8. Attestazione del valore della Lira Advisory S.r.l.

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, si ritiene che il valore del capitale economico delle quote della Lira Advisory S.r.l. oggetto di valutazione sia ragionevolmente quello risultante dall'applicazione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow Method*, pari a **€/000 752 (settecentocinquantaduemila)**, grandezza che trova conferma nell'applicazione come criterio di controllo del Metodo reddituale complesso. Tale valore risulta in linea con la suindicata perizia di stima, predisposta dallo Scrivente ed avente come oggetto il conferimento del ramo d'azienda in Lira Advisory S.r.l.

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 rappresentanti la totalità (100%) del

The image shows a handwritten signature in blue ink over a circular official stamp. The stamp contains the text 'STUDIO MARCELLO' and 'DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI' around the perimeter, with a central emblem.

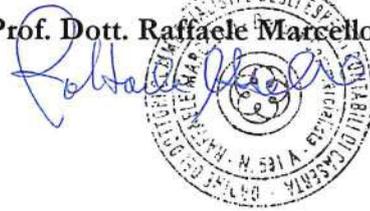
Relazione di stima - "LIRA Advisory S.r.l."

capitale sociale della Lira Advisory S.r.l., è pari ad un importo non superiore a €/000 752 (settecentocinquantaduemila).

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

Addì, 12 giugno 2023

Prof. Dott. Raffaele Marcello





ANTONIO DECIMO
NOTAIO

Repertorio n° 96956

===== (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 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 *veinti e nienta Capue* - ===

Refrank Stella

[Handwritten signature]

