

D&V Serramenti S.r.l.

**DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO
DELLA PARTECIPAZIONE TOTALITARIA AL CAPITALE
SOCIALE DI “D&V Serramenti S.r.l.”**

Dott. Michele Aprile

INDICE ANALITICO

1. INCARICO	3
2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE: D&V Serramenti	5
3. VALUTAZIONE di D&V Serramenti	6
3.1. Premesse metodologiche	6
3.2. Il metodo adottato: analisi teorica	8
3.3. I metodi adottati: analisi applicativa.....	12
4. CONCLUSIONI	19
5. CONDIZIONI E LIMITAZIONI	19

1. INCARICO

D&V S.r.l., con sede legale in via dell'Artigianato n.1 – San Bonifacio (VR), codice fiscale e partita IVA 03114240231, iscritta alla Camera di Commercio di Verona con numero VR-309907 (di seguito "**D&V**"), in persona del proprio legale rappresentante pro-tempore dott. Michele Verzè, nato a San Bonifacio (VR) in data 08.08.1978, codice fiscale VRZMHL78M08H783J, domiciliato per il presente atto presso la sede legale di D&V, ha chiesto al dott. Michele Aprile, nato a Tricase (LE) il 14.08.1976, codice fiscale PRLMHL76M14L419B, domiciliato per il presente incarico presso lo studio *Gatti Pavesi Bianchi Ludovici* in piazza Borromeo n. 8 - 20123 Milano (MI), dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Lecce al n.1801 Sezione A ed al Registro Nazionale dei Revisori Legali Sezione A con n.135087 a seguito di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale n.9 del 01.02.2005 del Decreto Ministeriale del 26.01.2005 (di seguito, anche il "**Perito**"), la redazione di una perizia finalizzata a stimare il valore economico della società D&V Serramenti S.r.l. - con sede legale in via Cappuccini n.11/13 – 37032 Monteforte d'Alpone (VR), codice fiscale e partita IVA 04978850230, iscritta alla Camera di Commercio di Verona con numero VR-460825 (di seguito "**D&V Serramenti**" ovvero la "**Società**") - alla data del 01.07.2023 (di seguito la "**Data di Riferimento**"), in riferimento ad un'operazione di cessione totalitaria della stessa alla Sciuker Frames S.p.A., in cui il credito per il pagamento di una porzione del prezzo verrà regolato mediante compensazione del credito medesimo con quanto dovuto da D&V per la sottoscrizione di azioni di Sciuker Frames S.p.A. di nuova emissione, a seguito di aumento di capitale sociale.

Il Perito, nell'accettare l'incarico, chiarisce che la valutazione in oggetto non è un'operazione matematica priva di elementi di incertezza e, pertanto, il risultato di una tale determinazione rappresenta un dato teorico che costituisce uno dei possibili valori che soltanto una concreta negoziazione di mercato può definire. In realtà, solo l'incontro in un mercato perfetto tra domanda e offerta può rendere possibile la determinazione del valore definitivo del complesso aziendale. Lo scrivente Perito, ai fini della presente valutazione, definisce quale "*valore corrente di mercato*" quel valore stimato

del Ramo d'Azienda che può essere posto alla base di una trattativa fra un venditore ed un compratore che agiscono in un libero mercato e che abbiano una ragionevole conoscenza dei principali fatti o accadimenti inerenti al Ramo d'Azienda.

Inoltre, il Perito, ai fini dell'esecuzione del proprio incarico, precisa i seguenti elementi:

- a) la valutazione terrà necessariamente conto dei principi contabili generalmente accettati in Italia;
- b) la valutazione farà riferimento alla Società alla data del 01.07.2023;
- c) per la valutazione sarà utilizzata la seguente documentazione (la "**Documentazione Rilevante**"):
 - atto costitutivo e statuto di D&V Serramenti S.r.l.;
 - visura camerale aggiornata di D&V Serramenti S.r.l.;
 - atto di aumento di capitale sociale di D&V Serramenti S.r.l. mediante conferimento a cura di Salvatore dott. Lorenzo, Notaio in Verona, del 27.06.2023 rep.n.35360 e raccolta n.20977 (di seguito "**l'Atto di Conferimento**");
 - situazione patrimoniale al 30.04.2023 del Ramo d'Azienda che D&V ha conferito in D&V Serramenti con atto a rogito notaio Salvatore dott. Lorenzo del 27.06.2023 Rep. n.35360 e Racc. n.20977 (di seguito il "**Ramo d'Azienda**");
 - situazione economica previsionale del Ramo d'Azienda 2023-2026;
 - ulteriore documentazione contabile, societaria e amministrativa utile ai fini delle analisi (Fonte: *Camera di Commercio, Agenzia Entrate, Banca d'Italia, Damodaran*);
- d) ai fini della presente valutazione lo scrivente Perito assume la correttezza, validità e completezza della menzionata Documentazione Rilevante;
- e) la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione ed è predisposta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito PIV) redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione. È bene evidenziare che:

- (i) il sottoscritto si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo I e relativi sottopunti;
- (ii) la propria attività sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti.

2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE: D&V Serramenti

D&V Serramenti S.r.l. è una società di diritto italiano costituita in data 25.05.2023 con capitale sociale pari ad euro 10.000,00 (aumentato ad euro 1.000.000 in data 27.06.2023), con sede legale in via Cappuccini n.11/13 – 37032 Monteforte d'Alpone (VR), codice fiscale e partita IVA 04978850230, iscritta alla Camera di Commercio di Verona con numero VR-460825, capitale sociale pari a euro 1.000.000 i.v.

L'Amministratore Unico è il signor Verzé Denis.

La società svolge l'attività di produzione, commercio e lavorazione per conto terzi di infissi e serramenti in genere, di qualsiasi materiale composti.

In data 27.06.2023, la Società ha aumentato il proprio capitale sociale ad euro 1.000.000 sottoscritto interamente dal socio unico società D&V e dallo stesso liberato mediante conferimento del Ramo d'Azienda avente ad oggetto l'attività di produzione di serramenti in PVC e alluminio e comprendente sostanzialmente tutta l'azienda di D&V, con tutti gli elementi che la compongono fatta unicamente eccezione per le attività, le passività e i rapporti giuridici elencati nell'Allegato 3 dell'Atto di Conferimento (di seguito gli **"Elementi Esclusi"**).

In particolare, il Ramo d'Azienda è composto dall'universalità di tutti i rapporti giuridici attivi e passivi e da tutti i beni che compongono il complesso aziendale di D&V (fatta eccezione per gli Elementi Esclusi), e, in particolare:

- a) i diritti di proprietà intellettuale indicati nell'Allegato D dell'atto di conferimento;
- b) tutta la merce a magazzino – materie prime, semi lavorati, prodotti in corso di lavorazione e prodotti finiti - nonché gli altri beni mobili afferenti all'esercizio dell'attività del Ramo d'Azienda;
- c) tutti gli ordini verso fornitori e clienti non ancora eseguiti alla data di

effetto del conferimento;

- d) i contratti con i fornitori indicati nell'Allegato D dell'atto di conferimento;
- e) tutti i rapporti di lavoro con i dipendenti; l'Allegato D dell'atto di conferimento, riporta tutti i dipendenti alla data del 30.04.2023 con riferimento al loro codice identificativo univoco e alla loro posizione a tale data, con i relativi debiti costituiti esclusivamente dal T.F.R., i permessi e le ferie maturate e non godute, le quote di retribuzione mensile integrativa (ratei 13° - 14° mensilità);
- f) i beni mobili elencati nell'Allegato 1 della perizia allegata all'Atto di Conferimento;
- g) i beni immobili di cui appresso;
- h) tutti i debiti e i crediti non ancora soddisfatti alla data di effetto del conferimento (i "Debiti e Crediti Trasferiti");
- i) tutta la cassa in eccesso rispetto all'importo di Euro 2.500.000 (due milioni e mezzo/00);
- j) ogni altro bene o documento tecnico, contabile e commerciale inerente all'Attività e relativo all'Azienda

3. VALUTAZIONE di D&V Serramenti

3.1. Premesse metodologiche

Le presenti note metodologiche si limitano ad esprimere alcuni concetti necessari alla comprensione di quanto verrà esposto nei paragrafi che seguono.

I metodi di valutazione del capitale economico di aziende devono esprimere caratteristiche di **neutralità, razionalità, dimostrabilità e stabilità**.

Per valutazione **neutrale** deve intendersi una valutazione priva di elementi soggettivi e arbitrari in grado di condizionare *sine causa* i risultati della stima.

Una valutazione **razionale** porta a determinare un valore sulla base di uno schema logico, chiaro e condivisibile che si fonda spesso, come meglio si vedrà più avanti, sull'idea base che il valore dell'azienda in un dato momento sia legato ai flussi di risultati attesi (i.e. flussi di cassa e flussi di reddito), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari espresso dai

tassi di investimenti alternativi, al rischio che si associa all'investimento. Altre volte a questo schema si sostituiscono o si affiancano altri "schemi logici", giudicati concettualmente assimilabili, anche se non altrettanto soddisfacenti, ma di più agevole applicazione (ad esempio, schemi a base patrimoniale, basati sul costo di riproduzione degli elementi del capitale, ecc.).

Una valutazione è definita **dimostrabile** quando le quantità utilizzate nella formula valutativa prescelta presentano un accettabile grado di credibilità (e quindi di obiettività): il fatto che una valutazione sia dimostrabile in funzione del grado di probabilità nella sua futura manifestazione è spesso associato alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità considerate nelle formule valutative.

Una valutazione è **stabile** quando rifugge da quanto vi è di provvisorio, e quindi di rapidamente mutevole, nei fatti e nelle grandezze che influenzano il risultato. La stima deve guardare con molta cautela a situazioni contingenti che possono, per brevi periodi, esaltare o deprimere il valore di mercato delle aziende e quindi, almeno indirettamente, influenzare alcuni parametri e alcuni riferimenti utilizzati nelle stime di capitale economico.

Al riguardo va osservato che, concettualmente, i metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono fondare su differenti tipi di informazioni, ed in particolare:

- (a) sul "ritorno" finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione;
- (b) sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro;
- (c) sul suo attuale "valore patrimoniale".

Mentre i primi due tipi di informazione (finanziarie ed economiche) attengono concettualmente a fatti futuri (anche se ampiamente fondati su esperienze storiche), l'informazione patrimoniale è un dato attuale che, secondo l'impostazione più diffusa in dottrina, corrisponde ai prezzi che dovrebbero oggi essere pagati per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa, tenendo conto, per alcuni beni già logorati dall'uso o già superati, di opportuni degni.

La prassi e la dottrina hanno elaborato differenti metodologie di valutazioni che presentano, in gradazione differente, le suddette caratteristiche (ndr

metodi reddituali, metodi patrimoniali semplici e complessi, metodi misti patrimoniale-reddituale, metodo finanziari e metodi empirici). Non vi sono metodologie valide in senso assoluto, ma ciascuna di esse ha rilevanza in funzione della specifica azienda che deve essere valutata: la valutazione, infatti, non è mai un'applicazione meccanica di criteri e formule in quanto è necessario avere a disposizione una serie di strumenti concettuali e di informazioni utili per comprendere l'impresa, le sue politiche, le sue strategie. Quando si valuta un'impresa si apprezza il futuro esprimendo un giudizio quanto più legato alla conoscenza della gestione, all'efficacia con cui è condotta e ai miglioramenti realizzabili, nonché agli orientamenti di lungo periodo in termini di crescita e alla capacità di realizzare e controllare la crescita.

3.2. Il metodo adottato: analisi teorica

La scelta del metodo di valutazione da adottare per la stima del capitale economico di D&V Serramenti è stata effettuata nel rispetto delle considerazioni sopra formulate.

Nel caso specifico di conferimenti di azienda ovvero rami d'azienda, il perito deve adottare quei criteri di stima che consentono di valutare in modo obiettivo e prudentiale l'entità del capitale conferito. La varietà delle metodologie di stima possono essere diverse; di fronte ai limiti teorici precedentemente evidenziati e ai problemi non meno rilevanti, di ordine applicativo, connessi all'applicabilità del metodo reddituale, la prassi ha elaborato da un lato il metodo finanziario basato sull'attualizzazione di flussi di cassa disponibili per la remunerazione delle risorse investite nell'impresa – detto Discounted Cash Flow (DCF) – e dall'altro dei metodi empirici, quali i metodi dei multipli di mercato, che risultano essere molto utilizzati dagli analisti finanziari, utilizzati a supporto delle stime ottenute con i metodi DCF.

Sulla base di quanto sopra, tenuto conto delle attività e passività facenti parte del patrimonio della Società nonché le informazioni disponibili, il Perito ha ritenuto di adottare il metodo misto patrimoniale-reddituale.

3.2.1. I METODI FINANZIARI

L'approccio basato sui flussi finanziari è riconosciuto come uno degli approcci

dotati di maggiore razionalità poiché rispetta i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di qualsiasi attività reale e finanziaria è funzione (i) dei flussi di reddito attesi, (ii) della distribuzione nel tempo dei flussi attesi e (iii) del valore d'uso dei mezzi finanziari, espresso dal rendimento offerto da impieghi alternativi caratterizzati da profilo di rischio equivalente. Adottando l'approccio finanziario, il valore di un'impresa viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla stessa attraverso le sue varianti di metodo: criteri Asset side basati sui free cash flow operativi (FCFO) e criteri Equity side, basati sui free cash flow to equity (FCFE).

La differenza in tema di flusso di cassa consiste nel fatto che nei metodi Equity side si utilizzano Free cash flow to Equity (FCFE), cioè flussi di cassa netti di oneri finanziari, mentre nei metodi Asset side si utilizzano Free Cash Flow from Operation (FCFO), vale a dire flussi di cassa operativi al lordo degli oneri finanziari. In ultima analisi, vi è poi il criterio dell'Adjusted Present Value (APV) che permette di determinare il valore del capitale operativo come somma di due elementi: il valore unlevered dell'impresa, cioè il valore ottenuto attualizzando i free cash flow operativi al tasso unlevered $[K(e)]$, e il valore attuale dei benefici relativi alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari effettivamente risultanti dal piano finanziario.

Nella prassi viene di norma adottato l'approccio basato sui FCFO (Free Cash Flow from Operation). L'approccio APV, che incontra sempre maggiore attenzione tra gli esperti di valutazione degli investimenti tecnici, non è di fatto mai applicato nella valutazione delle imprese della new economy dato che esso, valorizzando sostanzialmente i benefici fiscali dell'indebitamento, può essere ricondotto per imprese che fanno un modesto ricorso all'indebitamento all'approccio Equity side. Il metodo finanziario rispetta i principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i soli flussi di cassa prelevabili e valorizzabili in relazione alla loro distribuzione nel tempo. Tali metodi possono essere suddivisi in tre principali famiglie, vale a dire (a) i metodi finanziari analitici, che si caratterizzano per prevedere i flussi di cassa in maniera analitica, (b) i metodi finanziari sintetici che utilizzano valori medio – normali di flusso di cassa atteso perpetuamente oppure previsioni di flussi variabili secondo

costanti e (c) i metodi finanziari analitici con terminal value; data la bassa attendibilità a previsioni di cassa oltre il medio termine la previsione dei flussi viene fatta con soluzioni di compromesso tali per cui si procede per il futuro più prossimo ad una stima analitica dei flussi annuali e per il restante periodo di vita aziendale ad una stima sintetica.

Le formule analitiche con terminal value costituiscono la modalità più spesso utilizzata nella prassi tipica delle valutazioni d'impresa con il metodo finanziario e, sicuramente, costituiscono un approccio razionale al problema della valutazione quando l'impresa oggetto della stima non si trova in una situazione di equilibrio. Pertanto:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO(t)}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO(t+1)}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

dove “FCFO(t)” indica i flussi di cassa attesi durante il periodo di previsione analitica, “FCFO(t+1)” indica i flussi di cassa attesi in “T+1” e “g” indica il tasso di crescita costante perpetuo del cash flow da “T+1”. La durata della proiezione analitica è un importante elemento nell'applicazione delle formule con terminal value. Infatti, l'orizzonte temporale futuro rispetto al quale procedere ad una stima analitica dei flussi di cassa è la prima incognita della valutazione di imprese della new economy. Di norma la previsione analitica riguarda il futuro prossimo, in considerazione del fatto che trascorso un certo numero limitato di anni le previsioni non possono che divenire inerziali. Inoltre, logica vorrebbe che tale periodo fosse definito in relazione all'estensione del periodo in cui si è in grado di procedere ad una stima analitica dei flussi periodali. D'altra parte, la stima del terminal value è anch'essa un problema. La stima per mezzo di formule sintetiche pone di fronte alla quantificazione di un coefficiente "g" per il calcolo del terminal value. Nell'economia tradizionale si è soliti affermare che il tasso normale di crescita di lungo termine aziendale non dovrebbe superare il tasso di crescita dell'economia e che pertanto, tassi di crescita superiori possono essere conseguiti solo per periodi limitati, circostanza che spiega la ragion d'essere dei metodi sintetici di valutazione

finanziaria.

3.2.2. I METODI DEI MULTIPLI

Utilizzando la metodologia dei multipli si evita, *prima facie*, la formulazione delle ipotesi in merito all'andamento dei risultati economici e la loro traduzione in proiezioni di flussi di cassa, sebbene un elemento di soggettività comunque permanga nella scelta del campione di aziende comparabili. Nel caso delle imprese tradizionali il multiplo maggiormente utilizzato è quello che confronta il prezzo dell'azione agli utili per azione ovvero all'EBITDA, ed in alcuni casi direttamente al fatturato. La capitalizzazione dei prezzi di Borsa, in tali casi, non sempre esprime il valore equo dell'impresa, *in primis* a causa dell'effetto rarità; per ovviare a questa distorsione spesso si preferisce utilizzare i prezzi IPO (i.e., Initial Public Offering), piuttosto che le quotazioni dei mesi immediatamente successivi, poiché gli stessi non dovrebbero risentire in maniera eccessiva gli effetti congiunturali del mercato.

Nella costruzione dei multipli bisogna inizialmente sciogliere il problema della natura dei dati da utilizzare nel calcolo, a tal riguardo è infatti possibile poter distinguere tra (a) multipli storici, ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile, (b) multipli trailing, ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento della stima e (c) multipli di leading, ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per il prossimo esercizio. La prassi prevalente nell'Europa continentale è in genere orientata all'impiego di multipli storici o trailing per ragioni di obiettività della stima. Infatti, l'uso dei multipli leading introduce due elementi di soggettività poiché gli stessi sono costituiti sulla base di risultati attesi non sempre dimostrabili e, devono essere applicati ai risultati previsti dall'impresa oggetto di valutazione, anch'essi non sempre adeguatamente dimostrabili. Il richiamo al prezzo di borsa non è mai effettuato con riguardo ad un prezzo puntuale tratto da una singola seduta di borsa, bensì dal calcolo di una media di prezzi rilevati nel corso di un periodo giudicato significativo. Le versioni di maggior utilizzo fanno uso alternativamente dell'ultimo prezzo ufficiale, del prezzo medio di un dato intervallo temporale oppure più frequentemente del prezzo dell'IPO (i.e., Initial Public Offering).

Lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli si compone di tre momenti principali, vale a dire, (a) la scelta di un gruppo di società confrontabili, (b) il calcolo dei multipli per le società selezionate e (c) il calcolo dei multipli medi delle società del gruppo selezionato.

La selezione delle società comparabili fa nascere il problema della confrontabilità delle imprese da ricomprendere nel gruppo di riferimento. In particolare, possono essere apprezzati operando una distinzione tra uniformità del business e uniformità dei parametri finanziari e fiscali delle imprese individuate. Una volta individuato il gruppo di società comparabili quanto a driver economici, occorre verificare la comparabilità esistente sotto altri profili, quali la fiscalità, il grado di leverage, il rendimento corrente. L'esame delle potenziali società comparabili sotto i profili citati deve condurre a selezionare un numero non necessariamente elevato di società simili, sulle quali provvedere al calcolo dei multipli. Nell'esperienza anglosassone si ritiene che quanto maggiore è la similarità delle società comparabili all'impresa oggetto di valutazione, tanto minore debba essere il numero di società comparabili da esaminare.

I principali multipli che la prassi valutativa adotta sono P/E (= prezzo di Borsa / utile netto per azione), EV/EBIT (= valore dell'azienda/ risultato operativo), EV/EBITDA (= valore dell'azienda / margine operativo lordo) e EV/Sales (= valore dell'azienda / fatturato).

3.3. I metodi adottati: analisi applicativa

Il Perito ritiene che il valore economico di D&V Serramenti, alla data del 01.07.2023, si possa ragionevolmente ottenere dalla stima prudenziale che individua il minore tra i valori determinati applicando il metodo del discounted cash flow (DCF) e quello dei multipli.

Nel proseguo vengono esplicitati in modo analitico ed operativo tutti i passaggi che conducono alla determinazione del valore economico di D&V Serramenti con i metodi prescelti.

IL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW

Secondo il metodo del discounted cash flow (DCF) il valore di un'azienda o di

un business dipende della sua capacità di generare flussi di cassa positivi.

Più precisamente, il valore di un'azienda è dato dal valore attualizzato delle attività, al netto dell'indebitamento finanziario netto esistente al momento della valutazione.

La formula che sintetizza il metodo è la seguente:

$$WV = \left[\sum_{t=2023}^{2026} \frac{CF_t}{(1+WACC)^N} + \frac{TV}{(1+WACC)^{4,5}} \right] +/- PFN_{31.12.22}$$

dove:

- **CF** = flussi di cassa disponibili "cash to firm" del periodo di previsione;
- **TV** = valore finale del Ramo d'Azienda (c.d. Terminal value)
- **Wacc** = tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale
- **PFN** = posizione finanziaria netta / cassa alla Data di Riferimento

Per "valore delle attività" si intende la somma dei flussi di cassa disponibili relativi al periodo di previsione (nel caso specifico l'intervallo 2023 - 2026) e del valore "finale" della Società, ovvero il suo valore stimato alla fine del 2026. Nel caso specifico sono state considerate le indicazioni fornite dal management di D&V con riguardo all'evolversi delle grandezze economico-finanziarie del Ramo d'Azienda conferito in D&V Serramenti nel medio periodo (2023 - 2026).

Di seguito si forniscono i dati economici prospettici riferibili a D&V Serramenti nel periodo 2023-2026.

CONTO ECONOMICO RAMO CONFERITO	2023 B	2024 E	2025 E	2026 E
Ricavi delle vendite	29.865	32.852	35.538	38.445
Altri ricavi	727	727	68	68
Totale Ricavi	30.592	33.579	35.605	38.512
Consumi	(17.638)	(19.392)	(20.967)	(22.672)
Primo Margine	12.954	14.187	14.638	15.841
Personale	(3.046)	(3.365)	(3.691)	(4.028)
Servizi	(3.538)	(3.842)	(4.121)	(4.421)
Godimento di beni di terzi	(937)	(937)	(937)	(937)
Oneri diversi di gestione	(232)	(233)	(233)	(234)
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	-	-	-
Totale Altri Costi Operativi	(7.753)	(8.377)	(8.981)	(9.620)
EBITDA	5.202	5.810	5.657	6.221
Amm. Immateriali	(25)	(16)	(20)	(24)
Amm. Materiali	(294)	(335)	(325)	(302)
EBIT	4.883	5.459	5.312	5.894
Proventi/Oneri finanziari netti	(62)	(53)	(42)	(31)
Utili Ante Imposte	4.820	5.406	5.270	5.864
Imposte e tasse	(1.196)	(1.360)	(1.506)	(1.668)
Utile Netto	3.624	4.046	3.764	4.195

Partendo dall'EBITDA del piano economico prospettico relativo al periodo 2023-2026, il Perito ha stimato i flussi di cassa prospettici relativi al periodo 2023-2026 come di seguito dettagliato:

FLUSSI DI CASSA	2023 B	2024 E	2025 E	2026 E
EBITDA	5.202	5.810	5.657	6.221
imposte teoriche su reddito operativo	(1.465)	(1.638)	(1.593)	(1.768)
Δ magazzino : (-) aum.; (+) dim.	372	(286)	(258)	(279)
Δ crediti commerciali: (-) aum.; (+) dim.	(849)	(1.098)	(988)	(1.069)
Δ debiti commerciali: (+) aum.; (-) dim.	1.302	344	310	335
Δ altre attività/passività (non finanziarie)	(512)	(512)	147	147
Flusso di cassa gestione caratteristica	4.050	2.620	3.275	3.587
investimenti netti in imm. Immat.	(20)	(20)	(20)	(20)
investimenti netti in imm. mater.	(249)	(250)	(250)	(250)
Investimenti operativi netti	(270)	(270)	(270)	(270)
Flusso di cassa operativo libero	3.780	2.350	3.005	3.317

I flussi di cassa disponibili rappresentano la liquidità prodotta dalla Società, desumibili dal piano industriale predisposto dal management di D&V

attraverso le operazioni economiche derivanti dalla gestione tipica, al netto delle imposte figurative sul reddito operativo, dei fabbisogni di capitale circolante netto e degli investimenti. Le imposte figurative sul reddito operativo sono state calcolate considerando un carico fiscale (IRAP + IRES) derivante dall'applicazione delle aliquote fiscali attualmente vigenti, senza tener conto di eventuali agevolazioni particolari.

I flussi così ottenuti sono stati poi attualizzati, per esprimerli a valori correnti, ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (Wacc), la cui determinazione è riportata nell'apposito paragrafo.

Il Terminal Value della Società può essere rappresentato dal valore attuale della rendita perpetua del flusso di cassa disponibile nel lungo periodo. Nel caso specifico, il flusso di cassa disponibile nel lungo periodo è stato ipotizzato pari al valore del flusso di cassa disponibile normalizzato al termine del 2026 ed è stato quindi attualizzato ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (Wacc), considerando una crescita costante di lungo periodo dei flussi (g) compresa tra lo 0,50% nominale annuo.

$$TV = \frac{\text{Flusso di cassa disponibile 2026}}{(Wacc - g)}$$

Il costo medio ponderato del capitale (Wacc) è dato dalla media ponderata del costo del debito (Kd) e dei mezzi propri (Ke). Come pesi vengono utilizzate rispettivamente le proporzioni di indebitamento oneroso e dei mezzi propri riferite alla struttura finanziaria ritenuta ottimale per la società (D/E = ca. 50%). Il costo medio ponderato del capitale viene dunque calcolato in base alla seguente formula:

$$Wacc = K_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E} + K_e * \frac{E}{D + E}$$

Di seguito vengono indicati i parametri utilizzati per il calcolo del Wacc.

- **Kd** = costo dell'indebitamento a titolo oneroso, pari al 6,75%;

- **t** = rappresenta il tax rate del 24%
- **ke** = costo dei mezzi propri che rappresenta il rendimento minimo richiesto da un investitore di capitale di rischio per investimenti simili e viene calcolato sulla base della seguente formula: $Ke = Rf + \beta * Rp$
dove:

- **Rf** = è il “*risk free rate net tax*”, vale a dire il tasso derivante da investimenti sul mercato finanziario privi di rischio, al netto della relativa tassazione applicabile; dal momento che il periodo di attualizzazione dei redditi è di 4 anni, il Perito ha adottato un approccio conservativo e prudentiale considerando il valore del Rendistato di giugno 2023 con scadenza a 4 anni, pari a 3,635 (fonte: *Banca d'Italia*);
- **β** = coefficiente “beta” ovvero sia il rischio sistematico di un investimento che misura la sua sensibilità al variare di una serie di variabili economiche congiunturali esogene, individuato come il beta Total Market (without financial) pari a 1,07 (fonte: *Aswath Damodaran, Last updated: January 2023*);
- **Rp** = è il risk premium ovvero sia il premio per il rischio richiesto genericamente dagli investitori in capitale di rischio: in Italia è pari al 3,79% (fonte: *Aswath Damodaran, Last updated: January 2023*).

Sulla base dei parametri sopra esposti il Perito stima un Wacc pari a 6,34%

Utilizzando i parametri sopra indicati, il Perito procede alla stima del valore economico della Società alla data di Riferimento mediante il metodo DCF, come di seguito dettagliato:

euro/000				
VALUTAZIONE RAMO CONFERITO	2023	2024	2025	2026
Fattore di sconto	0,97 ▼	0,91	0,86	0,81
Flussi di cassa	3.780	2.350	3.005	3.317
Flusso di cassa scontato	3.666 ▼	2.143 ▼	2.577 ▼	2.675 ▼
Flussi di cassa scontati e cumulati	3.666	5.809	8.386	11.061
Terminal Value				44.660
Enterprise Value				55.721

Al fine di determinare il valore l'Equity Value della Società, il Perito ha dedotto la PFN (alla Data di Riferimento) dall'Enterprise value sopra determinato.

Enterprise Value	55.721
Posizione Finanziaria Netta al 30.06.2023	726
Equity Value	54.994

Sulla base delle considerazioni sopra esposte e delle analisi effettuate, il metodo finanziario DCF stima un valore della Società alla Data di Riferimento pari ad almeno euro 54.994.298.

IL METODO DEI METODO DEI MULTIPLI

Il Perito ha altresì proceduto all'applicazione del metodo dei Multipli nella forma EV/EBITDA (= valore dell'azienda / margine operativo lordo) ai fini della determinazione del valore del capitale economico di D&V Serramenti S.r.l.

Come sopra esposto, l'applicazione di tale metodo si compone di tre momenti principali, vale a dire, (a) la scelta di un gruppo di società confrontabili, (b) il calcolo dei multipli per le società selezionate e (c) il calcolo dei multipli medi delle società del gruppo selezionato.

Con riferimento alla scelta delle società comparabili, il Perito ha selezionato un campione di società comparabili appartenenti al medesimo settore della Società oggetto di valutazione rilevando i relativi multipli EV/EBITDA, individuando un valore di multiplo EV/EBITDA medio pari a 9,5.

Di seguito vengono esposti, in forma tabellare, i dati dei comparables selezionati con i relativi multipli.

Data	Target	Paese	Descrizione	Buyer	Paese	Ricavi (EUR, m)	EBITDA (EUR, m)	Stake	EQ (EUR, m)	EV/EBITDA
17/10/2022	Martin Doors	USA	Martin Doors crea e distribuisce porte basculanti per applicazioni residenziali e commerciali, soprattutto per garage, ma anche finestre e ferramenta	PGT Innovations	USA	57	n.d.	100%	176	8,5x
25/02/2022	Hunter Douglas NV	Olanda	Hunter Douglas N.V. è il leader mondiale del mercato dei rivestimenti per finestre e un importante produttore di prodotti architettonici	3G Capital	Brasile	3895	751	75%	n.d.	8,0x
20/10/2021	Anlin Windows & Doors	USA	Anlin Windows & Doors è un produttore di finestre e porte sostitutive di alta qualità e ad alta efficienza energetica da oltre 30 anni con sede in California	PGT Innovations	USA	90	n.d.	100%	107	8,5x
10/06/2021	Corialis Group	Belgium	Corialis Group è leader nella progettazione e produzione di sistemi in alluminio per infissi di alta qualità e tecnologicamente avanzati (finestre, porte, elementi scorrevoli, sistemi di copertura, facciate continue e altro)	Astorg Partners	Francia	600	150	n.d.	n.d.	10,7x
07/03/2018	Ashland Hardware	USA	Ashland Hardware è un produttore di ferramenta per porte e finestre, con ampie linee di prodotti per finestre a battente e a battente e portefinestre. Ashland dispone di vasti impianti di produzione e distribuzione in tutto il Nord America	Tyman	USA	57	9	100%	n.d.	9,0x
30/01/2018	DW3 Product Group Limited	UK	DW3 Product Group Limited è un produttore di soluzioni per porte e finestre in più materiali con sede nel Regno Unito, fornisce prodotti con marchi quali Solidor, Residor, Nicedor e Residence	Masonite International Corporation	USA	48	8	100%	n.d.	10,3x
									Media	9,5x

Moltiplicando il valore di multiplo EV/EBITDA medio pari a 9,5 all'EBITDA medio del periodo 2023-2026, pari ad euro 5.722.386, il perito stima un Enterprise Value della Società in euro 54.387.964.

Per determinare l'Equity Value occorre sottrarre la PFN alla Data di Riferimento (pari ad euro 726.240) dall'Enterprise Value.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte e delle analisi effettuate, il metodo dei multipli stima un valore del Ramo d'Azienda alla Data di Riferimento pari ad almeno euro 53.661.724.

I valori stimati dal metodo dei multipli sostanziano e confermano quelli ottenuti con l'applicazione del Discounted Cash Flow che risultano più prudenti.

SINTESI DELLA VALUTAZIONE

Sulla base delle ipotesi più sopra descritte e delle componenti ivi stimate, il Perito procede con la stima del valore economico di D&V Serramenti, in modo

prudenziale, individuando il minore tra gli importi stimati con i due metodi di valutazione sopra descritti; a tal fine, il Perito individua, pertanto, il valore economico di D&V Serramenti alla data del 01.07.2023 in misura non inferiore ad euro 53.661.724, determinato con il metodo dei multipli.

4. CONCLUSIONI

Stante le premesse di cui ai paragrafi precedenti, la scelta del metodo di valutazione da adottare per la stima del capitale economico di D&V Serramenti è stata effettuata, nel rispetto delle considerazioni sopra formulate, tenendo conto della storia aziendale, della realtà concreta e contingente della Società. Il Perito, pertanto

ATTESTA

che il valore del capitale economico di D&V Serramenti alla data del 01.07.2023 non è inferiore ad euro 53.661.724.

5. CONDIZIONI E LIMITAZIONI

La valutazione è stata effettuata senza tener conto di fattori soggettivi eventualmente connessi ed è stata elaborata sulla base delle metodologie normalmente utilizzate nella pratica adattandole, per quanto possibile, alla specifica realtà oggetto dell'indagine, sulla base della Documentazione Rilevante indicata al paragrafo 1.

Ci si è dunque limitati, per quanto possibile, alla specifica realtà oggetto dell'indagine, basandosi sui dati e sulle informazioni disponibili.

La presente perizia ha carattere consultativo ed indipendente e non è in alcun modo vincolata, né obbligatoria. Le conclusioni sono basate sul complesso di indicazioni e considerazioni in essa contenute e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere considerata o, comunque, utilizzata separatamente.

Il presente elaborato potrà essere utilizzato dalla Società solo per lo scopo per il quale è stato predisposto e non potrà essere distribuito a terzi senza il preventivo consenso scritto del Perito, tranne che la distribuzione non sia richiesta da Autorità. In tal caso la Società ne darà pronta comunicazione.

Resta inteso che, nel caso in cui la presente perizia sia posta in circolazione, distribuita a terzi, pubblicata o comunque resa pubblica, il Perito non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi conseguenza pregiudizievole discendente dall'adozione di decisioni adottate dalla lettura della presente perizia.

La presente valutazione è effettuata e firmata dal dott. Michele Aprile.

Letto, confermato e sottoscritto.

Milano, li 31/07/2023

Dott. Michele Aprile



Il Perito fa presente che la documentazione utilizzata per la presente perizia si trova presso Gatti Pavesi Bianchi Ludovici in piazza Borromeo n.8 20123 Milano (MI).