

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

TREP SPA

**VOLTA A FORNIRE UN GIUDIZIO DI CONGRUITA'
CIRCA LA MANIFESTAZIONE D'INTERESSE RICEVUTA
PER L'ACQUISTO DI PARTE DELLE SUE AZIONI**

CONFERIMENTO E CONTENUTO DELL'INCARICO

I Curatori del Fallimento GAPAR SPA (R.G.20/2015-Tribunale di Ravenna) hanno dato incarico al sottoscritto Dott. Federico Giordani, con studio in Ravenna, Via Ponte Marino n. 10, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Ravenna al n. 530/A e al Registro dei Revisori Legali (G.U. n. 20 del 11/03/2014 al n. 170980), per il rilascio di una relazione volta a stimare la congruità della manifestazione d'interesse ricevuta dalla Società EMS IMMOBILIARE S.R.L. volta all'acquisto di n. 787.102 azioni ordinarie non quotate della Società TREP SPA, c.f. 00388540395, con sede in Ravenna, Via Meucci n. 7, di attuale piena proprietà del Fallimento.

* * *

L'OFFERTA IRREVOCABILE DI ACQUISTO DA PARTE DI EMS IMMOBILIARE S.R.L.

I Curatori del Fallimento Gapar Spa hanno dato pubblico avviso per raccogliere eventuali offerte d'acquisto per il Lotto Unico di n. 787.102 azioni ordinarie non quotate in alcun mercato regolamentato italiano o estero, pari a nominali € 787.102, della Società TREP SPA, con sede in Ravenna, c.f. 00388540395, avente principalmente ad oggetto l'attività di raccolta del risparmio e l'esercizio del credito nelle sue varie forme, in ragione del 32,75% del capitale sociale di complessivi € 2.403.636,00.

In data 04 Giugno 2025 la Società EMS IMMOBILIARE SRL, nella persona dell'Amministratore Unico, Sig.ra Massaro Giorgia, ha formalmente presentato la propria manifestazione di interesse all'acquisto del Lotto Unico sopra citato, e quindi di n. 787.102 azioni ordinarie non quotate della Società TREP SPA, c.f. 00388540395, con sede in Ravenna, Via Meucci n. 7, al prezzo complessivo di € 240.000, vincolando l'efficacia di tale offerta all'attivazione della procedura competitiva volta all'alienazione di tali azioni entro il 30 Giugno 2025.

Si precisa, per dovere di informativa, che alla data di rilascio della presente relazione di stima, la Società Gapar Spa risulta direttamente titolare di n. 753.332 azioni e indirettamente di ulteriori n. 33.770 azioni di attuale proprietà del Sig. Vincenzi Enzo. Infatti, come trascritto sulla visura camera della Società Trep spa, *in data 10/12/2021 la guardia di finanza ha notificato la sentenza n. 520/21 emessa in data 16/07/2021*

divenuta irrevocabile il 15/09/2021 con la quale è disposta la confisca di quanto in sequestro a carico di Vincenzi Enzo e la sua destinazione alla procedura fallimentare Gapar S.p.a.

Si riporta di seguito il riepilogo della compagine sociale della Società Trep Spa.

SOCIO	PARTECIPAZIONE		
	%	N. AZIONI	VALORE
Orizzonti di Roberto Zattini e C. Snc - azioni sequestrate	5,596%	134.503	€ 134.503,00
Orizzonti di Roberto Zattini e C. Snc	32,937%	791.677	€ 791.677,00
MGL S.r.l. - azioni sequestrate	9,017%	216.726	€ 216.726,00
MGL S.r.l.	2,771%	66.610	€ 66.610,00
Alberghi Alan	1,263%	30.352	€ 30.352,00
Molino Spadoni SpA	15,671%	376.666	€ 376.666,00
Vincenzo Enzo - azioni confiscate e assegnate a Gapar SpA	1,405%	33.770	€ 33.770,00
Gapar SpA	31,341%	753.332	€ 753.332,00
Totale	100,00%	2.403.636	€ 2.403.636,00
Azioni Totali di Proprietà Gapar Spa	32,75%	787.102	787.102

* * *

ATTIVITA' SVOLTA DAL PERITO, INFORMAZIONI ASSUNTE E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Al fine di espletare il proprio incarico, il sottoscritto ha acquisito la seguente documentazione:

1. Situazioni contabili e bilanci di esercizio della società TREP SPA relativi agli anni: 2021, 2022 e 2023 oltre che una situazione contabile al 31/12/2024;
2. Manifestazione d'interesse presentata dalla Società EMS IMMOBILIARE SRL;
3. Visura camerale;
4. Perizie immobiliari del 2020;

5. Contratti di leasing immobiliare in essere.

* * *

I PRINCIPALI METODI VALUTATIVI INDICATI DALLA DOTTRINA

La dottrina economico-aziendale e la tecnica professionale hanno individuato diversi criteri per poter addivenire alla determinazione del valore economico del capitale aziendale.

Tra le diverse metodologie di valutazione applicabili deve essere scelta quella che meglio si conforma alla specifica realtà dell'azienda ed agli obiettivi da perseguire, tenuto conto che non esiste un unico metodo oggettivamente ed univocamente applicabile nell'ipotesi di valutazione di una azienda o di un suo ramo. Tra i fattori più rilevanti che concorrono a determinare la scelta del metodo vi sono: il tipo di operazione economica per la quale è richiesta la valutazione, il settore economico in cui opera l'azienda, la specifica attività svolta.

I vari metodi di stima che ha individuato la dottrina aziendalistica allo scopo di cui si è detto, devono rispondere, quantomeno, alle seguenti caratteristiche:

Razionalità, in quanto il metodo prescelto deve basarsi su di un percorso logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile;

Dimostrabilità, nel senso che i dati assunti come base del processo valutativo devono poter essere controllati e controllabili;

Obbiettività, nel senso che il metodo prescelto deve essere fondato su dati certi o, almeno, notevolmente credibili;

Neutralità, dal momento che devono essere escluse scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime.

I principali metodi che la dottrina ha individuato e che rispondono, con diversi gradi di approssimazione, ai requisiti sopra elencati, sono i seguenti:

Metodi finanziari;

Metodi reddituali;

Metodi patrimoniali (semplice e complesso);

Metodo misto patrimoniale e reddituale.

I metodi finanziari

Il metodo finanziario muove dall'assunto che il valore aziendale sia in funzione diretta della sua capacità di generare flussi di cassa tramite la gestione operativa caratteristica.

Il valore economico viene stimato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi nel periodo di riferimento temporale, mediante un tasso di attualizzazione che, nel caso in cui il metodo adottato sia quello *levered cash flow* (flussi di cassa al netto degli oneri finanziari), è dato dalla somma del tasso privo di rischio e del premio per il rischio; mentre se il metodo è quello *unlevered cash flow* (flussi di cassa al lordo degli oneri finanziari) il tasso è dato dal costo medio ponderato del capitale. La formula è la seguente:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{V_r}{(1+i)^n}$$

F = flussi di cassa

i = tasso valutazione

t = numeri di anni di prevedibile durata

V_r = valore residuo dell'azienda

In entrambe le versioni, il valore dell'azienda dipende di fatto da tre variabili fondamentali: i flussi di cassa che l'azienda genererà in futuro, la rischiosità di produzione di tali flussi e il periodo di tempo nel quale tali flussi potranno essere prodotti.

La previsione dei flussi di cassa diventa il fulcro di tutto il processo valutativo nell'ambito delle dinamiche finanziarie dell'azienda ed, in quest'ottica, lo si può considerare una evoluzione del metodo valutativo reddituale. Va considerato che questo metodo, essendo legato ai dati previsionali della dinamica gestionale, presenta un certo grado di arbitrarietà e soggettività legato alle scelte del valutatore. Il limite

operativo è quindi legato alla difficoltà di stimare quelle variabili aziendali, siano esse gestionali o strategiche, che influenzano la determinazione dei flussi di cassa previsionali.

Tali metodi, pur rispondendo perfettamente al requisito della razionalità, sono spesso criticati dalla dottrina economico-aziendale italiana a causa della scarsa aderenza al requisito della obiettività e, soprattutto, a quello della generalità.

L'eccessiva soggettività dei metodi in questione è insita nella previsione dei flussi finanziari disponibili, la cui concreta determinazione deve non solo tener conto della futura corrente reddituale, ma tramutare questa in flussi finanziari e prevedere, quindi, le politiche di investimento e di finanziamento dell'azienda per un certo numero di anni futuri.

I metodi reddituali

Il metodo reddituale quantifica il valore dell'azienda sulla base della relazione *valore/reddittività* ovvero il valore è funzionale al reddito che la stessa è in grado di produrre nel corso della sua vita. La prassi aziendale generalmente assume che il reddito abbia una durata illimitata o definita per un determinato periodo di tempo. Vi sono pertanto due metodi:

a) *Flussi reddituali a durata illimitata*: il valore economico dell'azienda deriva dall'applicazione della formula della rendita perpetua:

$$VE = R / i$$

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

La formula viene usata nel caso di una azienda destinata a durare nel tempo, senza vincoli, o comunque quando non sia prevedibile la sua vita futura.

b) *Flussi reddituali a durata limitata*: il valore economico dell'azienda deriva dall'applicazione della formula della rendita a durata limitata:

$$VE = R \cdot a_{n|i}$$

R = reddito medio prospettico

a_n = valore attuale di una rendita a durata definita di anni "n"

i = tasso di valutazione

La formula è usata per aziende dove si stimi una durata limitata o secondo considerazioni del valutatore.

Il reddito determinato è un *reddito medio prospettico* parametrato ai risultati attesi ma anche ai flussi di reddito storicamente conseguiti, ricomprendendo nel valore così determinato anche l'avviamento dell'azienda che non ha, in questo metodo, una propria valutazione autonoma.

L'attualizzazione dei flussi reddituali può avvenire mediante redditi annuali attesi o mediante una media degli stessi, sia storici che prospettici, previa depurazione – quindi normalizzazione – delle componenti straordinarie e non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione caratteristica e dagli effetti di politiche di bilancio eventualmente adottate.

I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si propongono di determinare il valore del patrimonio aziendale in base al valore corrente delle attività detenute ed alla consistenza delle passività esistenti. Il Capitale economico dell'impresa viene quindi riespresso a valori correnti, tramite la valutazione critica di ogni elemento costitutivo del patrimonio, in un'ottica di composizione ideale del medesimo.

Il valore dell'azienda (VE) corrisponde al valore del patrimonio netto rettificato (K). Vi sono due varianti del metodo patrimoniale a seconda del diverso trattamento degli elementi immateriali (*intangibles*) capitalizzati tra le immobilizzazioni immateriali dell'azienda. Nel metodo patrimoniale semplice tali elementi non vengono considerati ($VE=K$) mentre nel metodo patrimoniale complesso gli stessi sono sostituiti con la rilevazione dei valori di stima degli elementi immateriali (I) a cui si riferiscono ($VE=K+I$).

Il metodo patrimoniale ha il pregio di consentire una stima meno soggettiva di quelle ottenute con altre metodologie, trovando un concreto riscontro nelle realtà aziendali e, nella prassi aziendalistica, è consigliato per aziende fortemente patrimonializzate. Richiede infatti l'applicazione di un minor numero di ipotesi e la rilevazione di un minor numero di competenze soggettive, soprattutto in merito al reddito da valutare. La mancata valorizzazione della redditività futura aziendale riduce il fattore di incertezza del

risultato della valutazione del capitale economico ma priva il metodo di informazioni sulla capacità reddituale dell'azienda. Dall'altro lato l'informazione patrimoniale fornita, basata sul dato storico contabile, riespresso a valori correnti, offre adeguate garanzie di essere verificato con facilità.

Tra gli *intangibles* suscettibili di valutazione è possibile individuare i marchi.

I metodi basati sulle royalties sono i più utilizzati nella prassi della valutazione dei marchi, e in generale dei beni immateriali.

Il valore del marchio è calcolato attualizzando le royalties (potenzialmente) ottenibili sul mercato dalla cessione in licenza d'uso del medesimo.

Il metodo misto patrimoniale -reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale ha il pregio di incorporare al metodo patrimoniale (K patrimonio netto rettificato, con o senza *intangibles*) la stima dell'avviamento, correggendo l'ottica patrimoniale attraverso l'aspetto reddituale.

Il citato metodo risulta tra i più accreditati dalla dottrina per la determinazione del "capitale economico" delle aziende industriali in assenza di piani prospettici che consentano valutazioni con l'utilizzo di diverse metodologie. Pur esistendo diverse configurazioni di calcolo, in linea generale, il valore economico dell'azienda (VE) corrisponde al patrimonio netto rettificato della medesima (K), riespresso a valori correnti alla data di riferimento della valutazione, a cui viene sommato il valore dell'avviamento (A), secondo la seguente formula:

$$VE = K + A$$

Il predetto metodo attribuisce ai valori patrimoniali e reddituali la caratteristica di vettori principali del processo di generazione del valore.

Nello specifico il valore dell'avviamento (A) può essere determinato in via autonoma (cd. Stima autonoma dell'avviamento) tramite la seguente formula:

$$A = (R - i'' \cdot k) \cdot a_{n|i}$$

i'' = tasso di rendimento normale

R = reddito medio prospettico

a_n = valore attuale di una rendita a durata definita di anni "n"

i = tasso di valutazione

Secondo tale metodo, nei casi in cui il valore assunto dal complesso aziendale, valutato con criteri strettamente patrimoniali (convenzionalmente K), risulti inferiore rispetto a quello stimato con criteri reddituali (convenzionalmente R), è molto probabile che il capitale economico (convenzionalmente definito W) differisca rispetto al valore patrimoniale per effetto della presenza di un avviamento (*goodwill*) ovvero di un avviamento negativo (*badwill*). Tale differenziale tende a quantificare, infatti, il maggiore o minore valore assunto dai beni autonomamente valutati rispetto alla capitalizzazione della capacità di produrre reddito riconosciuta al complesso aziendale.

* * *

CONTI ECONOMICI STORICI DI TREP SPA

Si riporta di seguito a confronto il conto economico della TREP SPA per gli anni dal 2021, 2022, 2023 e 2024

CONTO ECONOMICO	2021	2022	2023	2024
RICAVI				
AFFITTI	279.276	304.793	293.479	338.681
ALTRI RICAVI	33.813	11.905	20.324	13.742
RIMANENZE FINALI	286.713	286.713	286.713	286.713
PROVENTI FINANZIARI	1.794	2.473	1.901	289
PROVENTI STRAORDINARI	198.446			
TOTALE RICAVI	800.042	605.884	602.417	639.425
COSTI				
ALTRI COSTI	60	94	99	121
RIMANENZE INIZIALI	286.713	286.713	286.713	286.713
MANUTENZIONI E RIPARAZIONI SU BENI DI TERZI	10.919	4.145		5.380
MANUTENZIONI E RIPARAZIONI SU BENI PROPRI			13.955	2.847
UTENZE			191	7.360
SPESE AMMINISTRATIVE	100			
SPESE CONDOMINIALI	146	205	1.403	
ASSICURAZIONI VARIE	7.593	9.134	11.879	9.733
COMMISSIONI E SPESE BANCARIE	180	481	507	1.064
SPESE PER SERVIZI BANCARI	524	573	543	154
COSTI PER SERVIZI	155	346	186	228
SPESE SMALTIMENTO RIFIUTI	21.000			
TOTALE COSTI PER SERVIZI	40.617	14.884	28.664	26.766
COMPENSI AMMINISTRATORI	31.200	31.200	31.200	31.200
COMPENSI SINDACI E REVISORI	12.740	13.235	13.882	13.882
CONSULENZE AMMINISTRATIVE E FISCALI	8.320	8.320	8.580	8.320
SPESE LEGALI E NOTARILI	11.380	4.784	4.882	98
ALTRI COMPENSI PROFESSIONALI	5.415	5.650	624	11.858
COMPENSI E PROVVIGIONI	69.055	63.189	59.168	65.358
COSTI GODIMENTO BENI DI TERZI (LEASING IMMOBILIARI)	175.965	168.809	191.084	190.142
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	45.296	65.214	43.688	47.511
AMMORTAMENTI	87.824	93.838	98.682	106.617
ONERI FINANZIARI	26.267	25.615	36.664	33.217
STRORDINARI (SANZIONI E INTERESSI SU IMPOSTE NON PAGATE)		45.747		
IMPOSTE CORRENTI	6.464		303	
TOTALE COSTI PER SERVIZI	784.008	764.103	745.065	756.445
RISULTATO DI ESERCIZIO	16.034	- 158.219	- 142.648	- 117.020

* * *

LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA TREP SPA

La scelta del metodo di valutazione

Nella scelta del metodo di valutazione dell'azienda va evidenziato che la dottrina più accreditata ritiene maggiormente indicato per la determinazione del "capitale economico" delle aziende industriali, in assenza di piani prospettici che consentano valutazioni con il metodo dei flussi di cassa, il metodo misto "patrimoniale – reddituale", con stima autonoma dell'avviamento.

Tuttavia, al fine di ottenere un valore non troppo influenzato dai criteri derivanti da un unico metodo valutativo, lo scrivente ha ritenuto di effettuare la valutazione in oggetto tramite una verifica comparata di due alternativi metodi valutativi e, precisamente, il sopra citato metodo misto "patrimoniale – reddituale", con stima autonoma dell'avviamento ed il metodo reddituale a durata limitata.

Stima del valore dell'azienda con il metodo reddituale

La normalizzazione dei dati assunti

Il valore dell'azienda oggetto di valutazione è rappresentato dalla capacità futura della stessa di produrre reddito e, conseguentemente, i risultati storici conseguiti devono ritenersi i fondamenti sui quali costruire la valutazione.

Allo scopo di addivenire ad un reddito medio normale, si è proceduto a depurare i risultati di esercizio dei vari periodi in considerazione dalle componenti straordinarie, o comunque non inerenti al ramo, sia attive che passive.

Per la valutazione oggetto della presente perizia sono stati esclusi tutti i costi e di natura straordinari non facenti parte dell'attività ordinaria. Conseguentemente tutte le voci attive e passive a questo riconducibili sono state riprese al fine della normalizzazione del risultato di esercizio.

Alla luce delle rettifiche sopra esposte, si è conseguentemente provveduto a ricalcolare le imposte di competenza di ogni esercizio, ires e irap sul risultato lordo normalizzato.

Sulla base delle sopra riportate situazioni contabili, si è proceduto pertanto alla determinazione del reddito medio normale prospettico, come di seguito riportato:

CONTO ECONOMICO	2021	2022	2023	2024
RISULTATO DI ESERCIZIO	16.034	- 158.219	- 142.648	- 117.020
Normalizzazione reddito				
-proventi straordinari	- 198.446			
-oneri straordinari		45.747		
	21.000			
-imposte	6.464			
risultato normalizzato	- 154.948	- 112.472	- 142.648	- 117.020
Media dei risultati normalizzati	- 131.772			

Dall'analisi condotta emerge come i risultati normali netti della Società oggetto della presente valutazione registrino un trend negativo negli ultimi quattro anni, in particolare vengono registrate quattro perdite di esercizio consecutive.

Il Reddito Medio Normale sarà quindi dato dalla media aritmetica dei Redditi Medi Normali sopra determinati e quindi una perdita:

Reddito Medio Prospettico Normalizzato (R)	-€ 131.772
---	-------------------

In questo caso, con un reddito normale negativo, il metodo reddituale perde di significato e quindi non si procede nel calcolo.

**Stima del valore dell'azienda con il metodo misto "patrimoniale – reddituale,
con stima autonoma dell'avviamento"**

Nell'ambito di questo metodo il valore economico dell'azienda (VE) corrisponde al patrimonio netto rettificato della medesima (K), riespresso a valori correnti alla data di riferimento della valutazione, a cui viene sommato il valore dell'avviamento (A), secondo la seguente formula:

$$VE = K + A$$

Per determinare il valore di K, lo scrivente, ha analizzato l'andamento patrimoniale della TREP SPA degli ultimi quattro anni e riespresso a valori correnti la situazione patrimoniale al 31/12/2024.

STATO PATRIMONIALE				
ATTIVO	2021	2022	2023	2024
CREDITI VERSO SOCI	48.806			
IMM. IMM. (migliorie su beni di terzi)	30.259	59.531	105.125	140.234
IMM. MATERIALI (Terreni)	768.868	768.868	768.868	768.868
IMM. MATERIALI (Fabbricati Industriali)	2.920.381	2.921.781	2.931.208	2.940.008
IMM. MATERIALI (Attrezzatura industriale)	16.755	19.187	19.187	19.187
IMM. MATERIALI (Mobili e Arredi)	3.781	3.782	3.781	3.781
IMM. MATERIALI (Macchine d'ufficio)	9.700	9.700	9.700	9.700
IMM. MATERIALI (Autovetture)	69.556	69.556	69.556	69.556
TOTALE IMM. MAT.	3.789.041	3.792.874	3.802.300	3.811.100
RIAMANENZE (IMMOBILI)	286.713	286.713	286.713	286.713
CREDITI VERSO CLIENTI	27.427	16.356	17.723	21.991
CREDITI TRIBUTARI	5.047	7.108	5.428	378
CREDITI DIVERSI	5.158	49.633	15.094	14.660
DISPONIBILITA' LIQUIDE	661.105	477.392	157.875	173.186
ATTIVO CIRCOLANTE	985.450	837.202	482.833	496.928
RATEI E RISCONTI ATTIVI	325.019	293.097	254.896	260.316
PERDITE A NUOVO			158.219	300.867
TOTALE ATTIVO	5.178.575	4.982.704	4.803.373	5.009.445
PASSIVO	2021	2022	2023	2024
FONDO IMMOBILIZZAZIONI IMM.	81	5.907	15.453	33.374
F.DO IMM. MATERIALI (Fabbricati Industriali)	1.148.206	1.235.860	1.323.796	1.411.996
F.DO IMM. MATERIALI (Attrezzatura industriale)	16.208	16.521	17.018	17.514
F.DO IMM. MATERIALI (Mobili e Arredi)	3.782	3.782	3.782	3.782
F.DO IMM. MATERIALI (Macchine d'ufficio)	9.700	9.700	9.700	9.700
F.DO IMM. MATERIALI (Autovetture)	69.556	69.556	69.556	69.556
F.DO SVALUTAZ. CREDITI	2.996	2.996	4.010	4.010
F.DO RISCHI VERTENZE LEGALI	188.839	188.840		
TOTALE FONDI	1.439.368	1.533.162	1.443.315	1.549.932
DEBITI BANCHE	887.113	784.198	711.890	666.373
DEBITI VERSO SOCI				110.000
DEBITI FORNITORI	171.125	46.900	54.491	43.360
DEBITI FISCALI	8.082	5.323	1.000	6.219
DEBITI DIVERSI	61.752	237.048	199.666	216.288
TOTALE DEBITI	1.128.072	1.073.469	967.047	1.042.240
RATEI E RISCONTI	76.841		1.366	
CAPITALE SOCIALE	2.403.636	2.403.636	2.403.636	2.403.636
RISERVA RIVALUTAZIONE MONETARIA	65.432	86.036	86.036	86.036
RISERVA LEGALE	3.444	6.532	6.533	6.533
ALTRE RISERVE	1	38.088	38.088	38.088
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	61.781	- 158.219	- 142.648	- 117.020
TOTALE PATRIMONIO NETTO	2.534.294	2.376.073	2.391.645	2.417.273
TOTALE PASSIVO	5.178.575	4.982.704	4.803.373	5.009.445

Per considerare il valore di K, formato principalmente dalla componente immobiliare, si sono analizzate le perizie redatte nel 2020 dal Geom. Sauro Bendandi, apportando però una svalutazione del 35% sulla base sia della situazione attuale del mercato immobiliare sia dei mandati a vendere attualmente conferiti all'agenzia immobiliare come riferito al sottoscritto dall'amministratore della società. Per quanto riguarda i due immobili in leasing si è fatto altresì riferimento ai prospetti informativi contenuti nella nota

integrativa al bilancio 2023. All'attivo sono state inoltre aggiunte le disponibilità liquide al 31/12/2024, non considerando invece prudenzialmente recuperabili i crediti nè valorizzabili gli altri beni mobili, già integralmente ammortizzati.

Come passivo si è considerato l'ammontare complessivo dei debiti risultante dal bilancio.

Il valore di K così come sopra determinato è pari ad euro 1.472.691.

Il valore dell'avviamento (A) viene determinato in via autonoma (cd. Stima autonoma dell'avviamento) tramite l'applicazione della seguente formula:

$$A = (R - i'' \cdot k) \cdot a_{n|i}$$

$i'' = \text{CAPM}$

R = reddito medio prospettico

$a_{n|i}$ = valore attuale di una rendita a durata definita di anni "n"

i = tasso di attualizzazione

Al fine di determinare il tasso, ovvero il CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL), è stato preso a riferimento il sito internet Damodaran Online, in tale sito l'economista Damodaran riporta i tassi registrati nei vari settori economici a livello mondiale.

Industry Name	cost of equity Damodaran
Real Estate (general)	9,89%

Per quanto concerne la durata, lo scrivente ha ritenuto che, conformemente alla maggioritaria dottrina aziendalistica, l'assunzione di una vita utile dell'azienda illimitata tenderebbe a sopravvalutare il valore dell'azienda stessa, pertanto si è ritenuto preferibile e più aderente alla specifica realtà, assumere una durata limitata della vita utile dell'azienda, ipotizzata in tre anni.

Come tasso "i" si è considerato il tasso dell'emissione dei BTP a 10 anni del marzo 2025, pari al 3,60%.

$$A = \text{€} - 775.751$$

Il valore di avviamento negativo, badwill, è giustificato dal trend di risultati economici negativi registrati

negli ultimi esercizi.

Considerati quindi i valori di K e dell'Avviamento, il valore dell'azienda in oggetto con il metodo misto reddituale patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento è quindi pari a:

$$VE = € 1.472.691 - 775.751 = \mathbf{696.940}$$

* * *

CONCLUSIONI

Il Sottoscritto valutatore, considerando il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento più affidabile e completo per il caso di specie, ritiene che il valore dell'azienda possa attestarsi su € 697.000.

Considerata l'offerta ricevuta dal Fallimento Gapar e quindi l'acquisto del 32,75% del numero delle azioni complessive della TREP SPA da parte della Società EMS IMMOBILIARE SRL, il sottoscritto perito ritiene che il controvalore di tali azioni sia pari a complessivi € 228.268.

La Curatela, avendo ricevuto un'offerta di € 240.000, quindi superiore rispetto al valore stimato dal sottoscritto perito, può ritenere l'offerta presentata dalla Società EMS IMMOBILIARE SRL congrua.

Ravenna, 05/06/2025

Dott. Federico Giordani

