

**PERIZIA DI STIMA DEL
VALORE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ'
WPG Holdco B.V.**

www.analisi.it

viale Ramazzini 39/E 42124 Reggio Emilia (Italia) **TEL** +39 0522 271516 **FAX** +39 0522 230612 **EMAIL** segreteria@analisi.it

CF - PI - Registro Imprese di Reggio Emilia 01459840359 | Capitale sociale € 200.000 int. versato

Analisi S.p.A. is a member of HLB International the global advisory and accounting network

Sommario

1.	PREMESSA	3
2.	LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	8
3.	DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ'	9
4.	MERCATO DI RIFERIMENTO	16
5.	DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSUNTIVI CONSOLIDATI.....	18
6.	I CRITERI DI VALUTAZIONE	36
7.	LA VALUTAZIONE DI WPG Holdco B.V.....	48

1. PREMESSA

Con proposta sottoscritta in data 1 giugno 2021, il Consiglio di Amministrazione di Comer Industries S.p.A. (anche "COMER"), ha conferito ad Analisi Società di revisione S.p.A. l'incarico di determinare il valore economico della società Walterscheid Powertrain Group (WPG) Holdco B.V. (in seguito anche "La Società" o "WPG Holdco B.V." o il "Gruppo"), alla data del 15 giugno 2021, a supporto della prospettata operazione di aggregazione aziendale e per le finalità di cui all'art. 2343 ter, lett. b) del codice civile.

Ai fini della redazione della presente relazione e, in particolare, delle analisi e delle considerazioni ivi contenute, è utile ricordare che le conclusioni raggiunte nella presente relazione devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- i dati contabili utilizzati per lo sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate nella perizia sono stati forniti alla scrivente dall'organo amministrativo di Comer Industries S.p.A. o sono stati tratti da database specializzati o da altre fonti pubbliche;
- i dati consuntivi e le informazioni ottenuti, elencati ed illustrati nel capitolo 2 della presente relazione estimativa, non sono stati sottoposti a verifiche tese a comprovarne l'autenticità, né ad una revisione contabile neppure in forma limitata, ma essi sono stati soltanto esaminati in termini di ragionevolezza e di coerenza complessiva: la scrivente Società di revisione ha dunque fatto affidamento sulla veridicità e accuratezza delle informazioni di natura

contabile ricevute e non ha svolto verifiche sulle stesse, non rientrando tale attività nell'oggetto dell'incarico ricevuto ed essendo, peraltro, incompatibile con i tempi richiesti per l'esecuzione dell'incarico. Pertanto, nonostante l'incarico sia stato svolto con la massima diligenza ed imparzialità, la scrivente non si assume alcuna responsabilità in relazione alle informazioni di carattere aziendale utilizzate per l'elaborazione della perizia di stima, né può, quindi, escludere che, qualora fossero state condotte ulteriori procedure di revisione contabile sui dati storici, sarebbero potute emergere differenze, anche significative, rispetto alle risultanze della presente perizia;

- la valutazione della Società è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e alla luce di elementi prospettici ragionevolmente ipotizzabili in uno scenario normale; pertanto, non tengono conto della possibilità che possano, in futuro, verificarsi eventi straordinari e non prevedibili;
- la valutazione è stata condotta considerando la configurazione e il modello operativo alla data di redazione della presente perizia nonché l'attuale contesto normativo e regolamentare;
- i dati prospettici della Società non sono stati oggetto di due diligence da parte della scrivente società;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale, relative alla Società.

La perizia, pertanto, si basa necessariamente sulle attuali condizioni economiche e monetarie di mercato e sulle informazioni aziendali che sono state messe a disposizione della scrivente società fino alla data del 15 giugno 2021.

La relazione di stima ex art. 2343- ter, lett. b)

Il d.lgs. 4 agosto 2008 n.142 (in G.U. n. 216 del 15 settembre 2008), entrato in vigore il 30 settembre 2008, ha introdotto nel nostro ordinamento una nuova disciplina concernente la valutazione dei conferimenti diversi dal denaro (d’ora in poi, “conferimenti in natura”), in attuazione della Direttiva 2006/68/CE, a sua volta modificativa della cd. Seconda Direttiva. La nuova disciplina è racchiusa negli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile, i quali sono stati rivisti con l’emanazione del d.lgs. 224//2010 che ha eliminato alcuni motivi di incertezza interpretativa.

La lettera b) del secondo comma dell’art. 2343-ter consente di avvalersi della valutazione redatta da un esperto indipendente e dotato di adeguata professionalità, dalla quale emergano il valore equo ed i criteri di valutazione adottati. L’equivalenza funzionale con la relazione di stima di cui all’art. 2343, primo comma, deve intendersi perseguita, innanzitutto, tramite il riscontro di precisi requisiti soggettivi di professionalità ed indipendenza in capo all’esperto estensore della perizia. La rilevanza di suddetti requisiti è evidenziata dal procedimento di verifica ex post disciplinato nell’art. 2343- quater, nell’ambito del quale costituiscono oggetto di puntuale esame di idoneità, all’esito negativo del quale si deve rinnovare la stima dell’entità conferita in conformità al procedimento generale disciplinato nell’art. 2343 c.c..

I requisiti soggettivi dell'esperto indipendente

La carenza dei requisiti soggettivi priva di attendibilità la valutazione agli effetti della lett. b) del secondo comma dell'art. 2343-ter, perché mancante dei presupposti oggettivamente riconoscibili e fondanti.

La professionalità deve essere innanzitutto adeguata, quindi proporzionata e conveniente in ragione dell'importanza economica e della natura del bene da conferire ed oggettivamente riconoscibile dalla generalità dei consociati, segnatamente dagli altri soci e dai terzi. Fra gli indici presuntivi di professionalità che possono confortare nella valutazione:

- L'iscrizione di Analisi S.p.a. nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob fino al 12 settembre 2012 ai sensi dell'art. 161 del D.Lgs.24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) e dell'art 43, comma 1, letti) del D.Lgs 27 gennaio 2010, n.39, ora confluito nel Registro dei revisori legali presso il Ministero dell'economia e delle finanze;
- L'iscrizione del Dott. Francesco Notari e dei dipendenti e collaboratori di Analisi S.p.a. che hanno preso parte all'attività valutativa all'Albo dei Dottori Commercialisti e al Registro dei Revisori Contabili;
- L'esperienza acquisita da Analisi S.p.a. e dai suoi soci, dipendenti e collaboratori nella predisposizione di numerose perizie di stima di aziende con l'utilizzo di metodi finanziari.

Analisi S.p.a. e con essa i suoi soci, amministratori, dipendenti e collaboratori confermano inoltre di essere indipendenti da chi effettua il conferimento e dalla società, e anche dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società conferitaria e di possedere dunque i requisiti

previsti per i sindaci nell'art. 2399 c.c. e nell'art. 160 T.U.F.. Si ricorda, a tal proposito, che la scrivente società di revisione e il socio-amministratore Dott. Francesco Notari hanno condotto un solo incarico in passato a favore del Gruppo COMER. Nello specifico, tale incarico è stato conferito in data 31 agosto 2018 dal Tribunale di Reggio Emilia, R.G. n. 5112/2018, ed era finalizzato a redigere quale unica società di revisione, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni delle società partecipanti alla fusione, ovvero Gear 1 S.p.A. (incorporanda) nella società Comer Industries S.p.A. (incorporante). Tenuto conto della sussistenza del requisito dell'indipendenza all'epoca di tale precedente incarico e della nomina da parte del Tribunale, non può in alcun modo ritenersi compromesso il requisito di indipendenza.

Caratteristiche della perizia di stima

La valutazione è stata condotta in conformità "ai principi ed ai criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento": tale condizione dimostra che la possibilità di avvalersi del regime di stima previsto dall'art. 2343-ter, lett. b) c.c. dipende dalla ricorrenza di indici oggettivi di attendibilità della valutazione tali da far ritenere superfluo il ricorso all'esperto nominato dal Tribunale per la tutela degli interessi coinvolti, tenuto conto che il procedimento di stima dei conferimenti di beni o crediti disciplinato nell'art. 2343 è volto a soddisfare l'interesse sia dei soci diversi dal conferente sia dei terzi ad evitare sopravvalutazioni delle entità apportate in società ed imputate a capitale.

La perizia contiene pertanto la puntuale indicazione dei criteri adottabili, della ragione per cui nella circostanza si è scelto il criterio adottato, e l'iter logico che ha condotto alla determinazione del valore equo.

La valutazione contenuta della perizia non può essere riferita ad una data più risalente di sei mesi rispetto alla data del conferimento.

2. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico e della predisposizione della perizia, è stata esaminata la seguente documentazione relativa alla società WPG Holdco B.V. messa a disposizione da parte del *Management* di Comer Industries S.p.A. e trasmessa alla stessa nell'ambito delle attività di due diligence propedeutica all'operazione:

- ✓ Struttura societaria del Gruppo WPG Holdco B.V.;
- ✓ *Management presentation* della Società;
- ✓ Bilanci consolidati approvati relativi agli esercizi 2019 e 2020;
- ✓ Relazioni di certificazione del bilancio consolidato anno 2020 ad opera di Deloitte Accountants B.V.
- ✓ Proiezioni economiche consolidate periodo 2021-2025 della Società;

I documenti sopra elencati sono stati integrati e completati mediante colloqui con il Management della Comer Industries S.p.A. in relazione ai dati economici e patrimoniali, alle linee strategiche e al settore di riferimento della Società.

Sono stati inoltre utilizzati dati, informazioni e documenti integrativi necessari all'approfondimento delle tematiche inerenti l'oggetto della perizia di stima. Nello specifico:

- Informazioni finanziarie relative a società comparabili ottenute attraverso banche dati specializzate;
- Ricerche di mercato relative a società operanti nel settore di riferimento in cui la Società opera;
- Ricerche sul settore di riferimento.

Ulteriori informazioni e chiarimenti sono stati ottenuti dal *Management* di Comer Industries S.p.A., anche mediante le risultanze delle due diligence in corso di completamento sul Gruppo oggetto della prospettata operazione di aggregazione aziendale.

3. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ'

WPG Holdco B.V. è una società leader mondiale nello sviluppo e nella produzione di sistemi di trasmissione altamente ingegnerizzati destinati sia all'industria (produzione alimentare, cartiere, acciaio etc..) che al segmento di mercato "Off-Highway" fornendo nuove tecnologie e soluzioni per i clienti che operano nel settore dell'agricoltura, delle costruzioni, delle miniere e dei veicoli industriali.

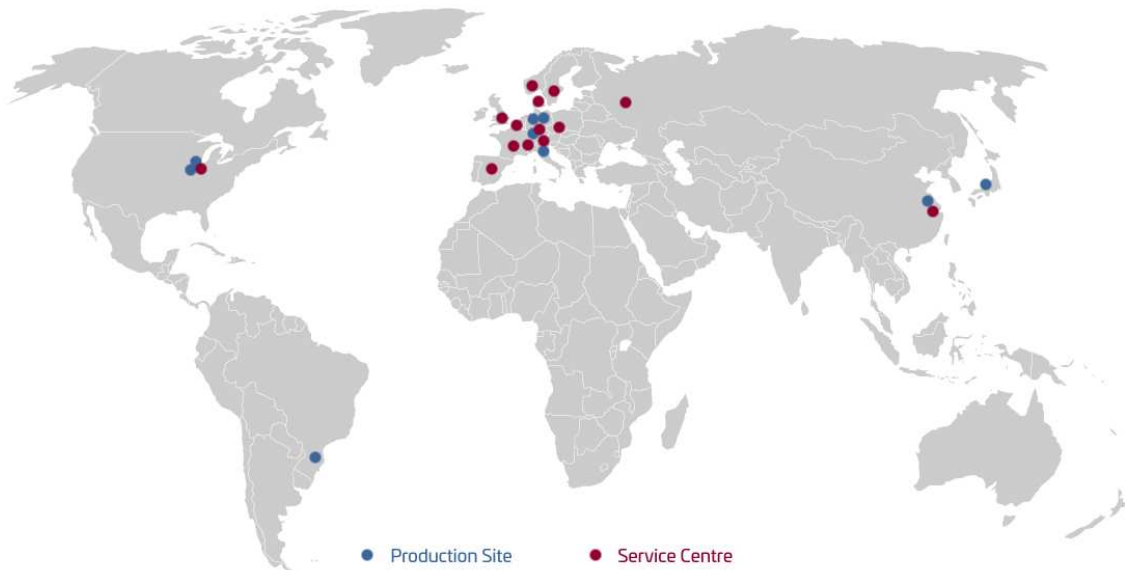
Sebbene il business aziendale sia condotto da tempo, la Società è stata costituita il 27 febbraio 2019 da una delle principali società statunitensi di private equity One Equity Partners (di seguito "OEP") con lo scopo di acquistare il Gruppo Walterscheid

Powertrain dall'ex Gruppo GKN Limited. Prima di procedere e finalizzare l'acquisizione, avvenuta successivamente in data 25 giugno 2019, si è proceduto con il *carve-out* dell'intero Gruppo.

Oltre alla fornitura di soluzioni tecnologiche innovative e altamente efficaci che rientrano nel segmento di mercato OEM (Original Equipment Manufacturer), la Società offre:

- servizi "*Aftermarket*" attraverso n.20 centri di assistenza che gestiscono e spediscono circa 20.000 pezzi di ricambio ogni giorno e che mira agli OEM di livello mondiale. La rete di centri di assistenza qualificati in tutta Europa consente a WPG Holdco B.V. di riparare le apparecchiature in poche ore e anche di fornire un servizio di emergenza. L'obiettivo di queste strutture è aiutare i clienti a migliorare le prestazioni operative delle loro apparecchiature riducendo al contempo i costi.
- Servizi sul campo e soluzioni digitali volte al monitoraggio delle condizioni delle varie apparecchiature installate in modo da identificare preventivamente condizioni anomale e nel caso programmare interventi specifici.

La Società conta 9 siti di produzione dislocati in Germania, Italia, USA, Cina, Brasile e Giappone e una rete globale di 130 partner di distribuzione.



Focus sul mercato di riferimento

La Società possiede otto “brands” molto conosciuti sul mercato tra cui “Walterscheid”, “Mechanics Driveshafts”, “Rockford Fan Clutch” e “Uni-Cardan and Powertrain Services”. Con la sua piattaforma globale estesa in quattro continenti, la WPG Holdco B.V. è il partner tecnologico e leader dell’innovazione per i principali OEM globali.

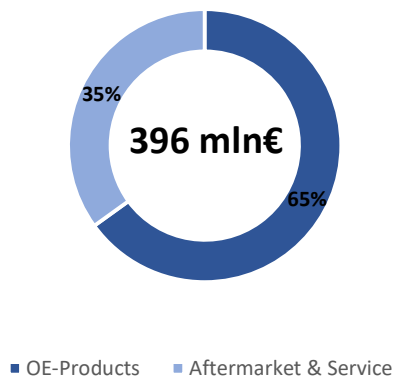
Il Gruppo:

- adotta soluzioni ingegneristiche orientate al futuro basate su competenze, *Know-how* specializzato ed esperienze passate.
- ha sviluppato nel corso degli anni relazioni commerciali di lungo periodo con i propri clienti grazie alla customizzazione delle soluzioni ingegneristiche offerte e al supporto costante post-vendita.

- può contare su un team attualmente composto da 96 ingegneri esperti e 43 banchi di prova in 8 siti di produzione.

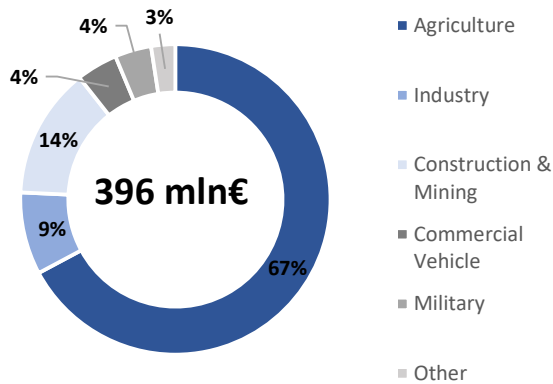
Nell'anno 2020 WPG Holdco B.V. ha realizzato un fatturato di 396 milioni di euro circa. Del fatturato totale il 65% è rappresentato dal business relativo alle apparecchiature OEM mentre la restante parte del 35% si riferisce ai servizi "Aftermarket".

Ricavi anno 2020 per business



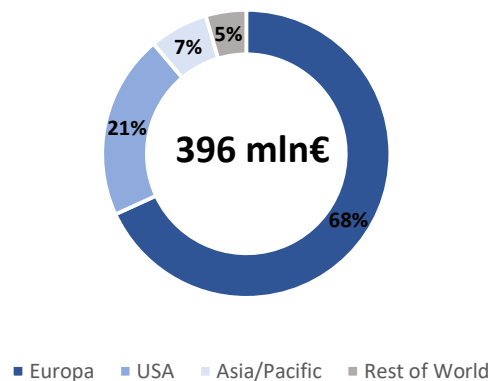
Ricavi anno 2020 per segmento di mercato

Come rappresentato nella tabella seguente, il settore "agricolo" è il segmento di mercato principale con 266 milioni di euro circa, seguito dal settore "industriale" con 34 milioni di euro circa, dal settore "costruzioni" per 29 milioni di euro circa, dal settore "estrazione mineraria" per 25 milioni di euro circa, dai "veicoli commerciali" per 17 milioni di euro circa, dal settore "militare" per 15 milioni di euro circa ed altri segmenti di mercato come il settore "ferroviario e marittimo" per circa euro 10 milioni di euro.



Ricavi anno 2020 per area geografica

Il grafico seguente mostra la segmentazione geografica dei ricavi di WPG Holdco B.V.



Governance

La governance della Società si basa sul modello dualistico (*two-tier system*) composto da due organi collegiali:

- Il consiglio di sorveglianza: eletto dall'assemblea degli azionisti sovrintende alle politiche e alle attività intraprese dal consiglio di gestione nonché le attività

svolte dalla Società e dalle sue controllate. Il consiglio di sorveglianza, inoltre, assiste il consiglio di gestione nelle varie tematiche di bilancio.

Alla data di approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2020 il consiglio di sorveglianza risulta composto da:

- 1) Lee Gardner, Presidente;
 - 2) Joseph Patrick Huffsmith;
 - 3) Harold Lawrence Nidetz;
 - 4) Hans Georg Härter;
 - 5) Steven Charles Lunau;
 - 6) Thomas Joseph Riordan.
- Il consiglio di gestione: compie tutti gli atti necessari per l'attuazione dell'oggetto sociale ed ha funzioni corrispondenti al consiglio di amministrazione del sistema monistico.

Alla data di approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2020 il consiglio di sorveglianza risulta composto da:

- 1) Robert Harmzen;
- 2) Wolfgang Lemser.

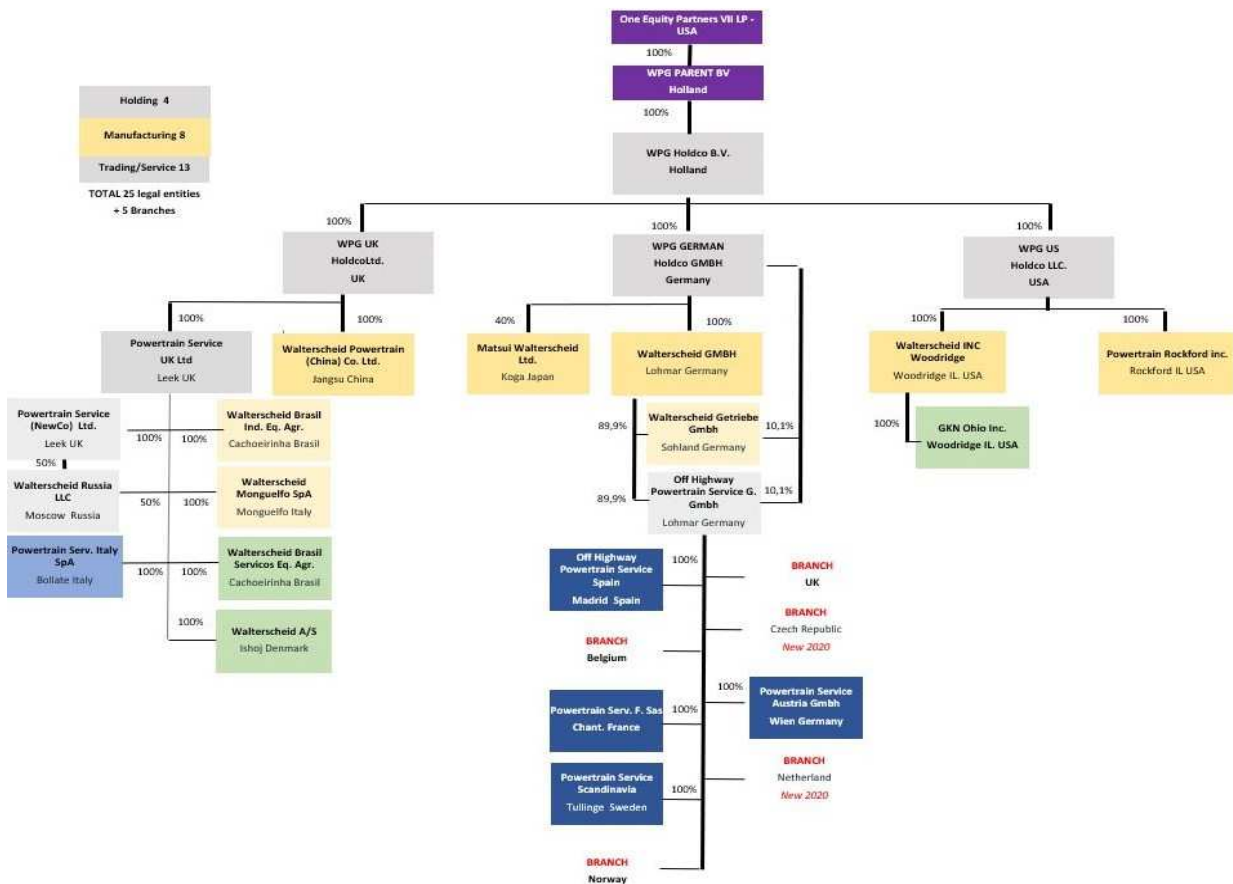
Dal punto di vista della struttura organizzativa, il Gruppo WPG risulta molto articolato, comprendendo oltre 28 società con vari legami partecipativi.

Struttura societaria WPG Holdco B.V. - Aprile 2021 -

L'attuale perimetro di consolidamento della Società risulta composto dalle sottoelencate *subsidiaries*:

Ragione sociale	Sede
WPG German Holdco GmbH	Lohmar, Germany
WPG UK Holdco Ltd.	Leek, United Kingdom
WPG US Holdco LLC.	Rockford, IL, USA
Off-Highway Powertrain Services Germany GmbH	Lohmar, Germany
Walterscheid GmbH	Lohmar, Germany
Walterscheid Getriebe GmbH	Sohland, Germany
Powertrain Services Austria GmbH	Wien, Austria
Walterscheid Brasil Industria de Equipamentos Agricolas Ltda.	Cachoeirinha, Brazil
Powertrain Brasil Serviços para Equipamentos Ltda.	Cachoeirinha, Brazil
Walterscheid Powertrain (China) Co. Ltd.	Jiangsu, China
Walterscheid A/S	Ishøj, Denmark
Powertrain Services France SAS	Chanteloup-les-Vignes, France
Powertrain Services Italy S.p.A i. L.	Bollate, Italy
Walterscheid Monguelfo S.p.A.	Monguelfo-Tesido, Italy
Powertrain Services Benelux B.V.	Halfweg, Netherlands
Walterscheid Russia LLC	Moscow, Russian Federation
Off-Highway Powertrain Service Spain Sl.	Madrid, Spain
Powertrain Services Scandinavia AB	Tullinge, Sweden
WS shafts and Services AB	Tullinge, Sweden
Powertrain Services UK Limited	Leek, United Kingdom
Powertrain Services (UK Newco) Ltd.	Leek, United Kingdom
Walterscheid Inc. Woodridge	Woodridge, IL, USA
Powertrain Rockford Inc.	Rockford, IL, USA
GKN Ohio Inc.	Woodridge, IL, USA

La struttura del Gruppo al 30 aprile 2021 viene riassunta nel grafico sottostante:

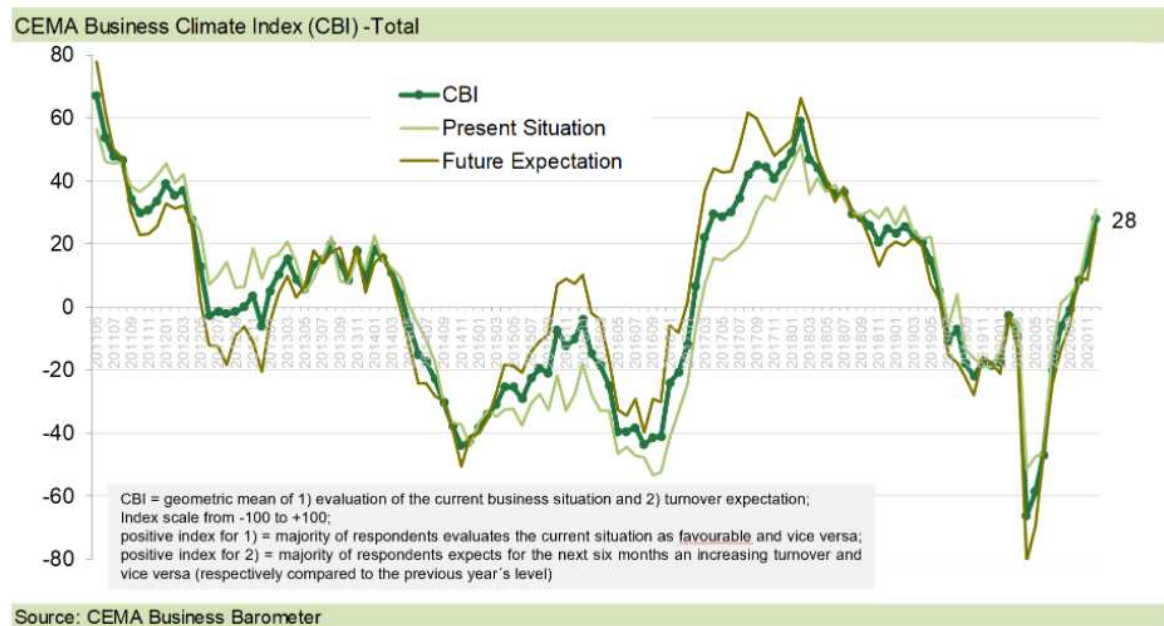


4. MERCATO DI RIFERIMENTO

In generale la contrazione dell'economia globale nel 2020, per effetto della pandemia da COVID 19, si è fermata al - 3,5%, oltre un punto percentuale in meno rispetto al crollo stimato in precedenza. Il Fondo Monetario Internazionale prevede che l'economia globale torni a crescere del 5,5% nel 2021, per poi assestarsi al 4,2% nel 2022. Con la ripresa dell'attività economica si stima una crescita del commercio crescerà pari all'8% nel 2021. Il mercato agricolo, che rappresenta il 67% dei ricavi

realizzati dalla Società nel corso del 2020, ha fatto registrare, nei primi nove mesi dell'anno, risultati disomogenei per area geografica e prodotto. Nel quarto trimestre del 2020, invece, si è riscontrata una ripresa più decisa ed omogenea del mercato.

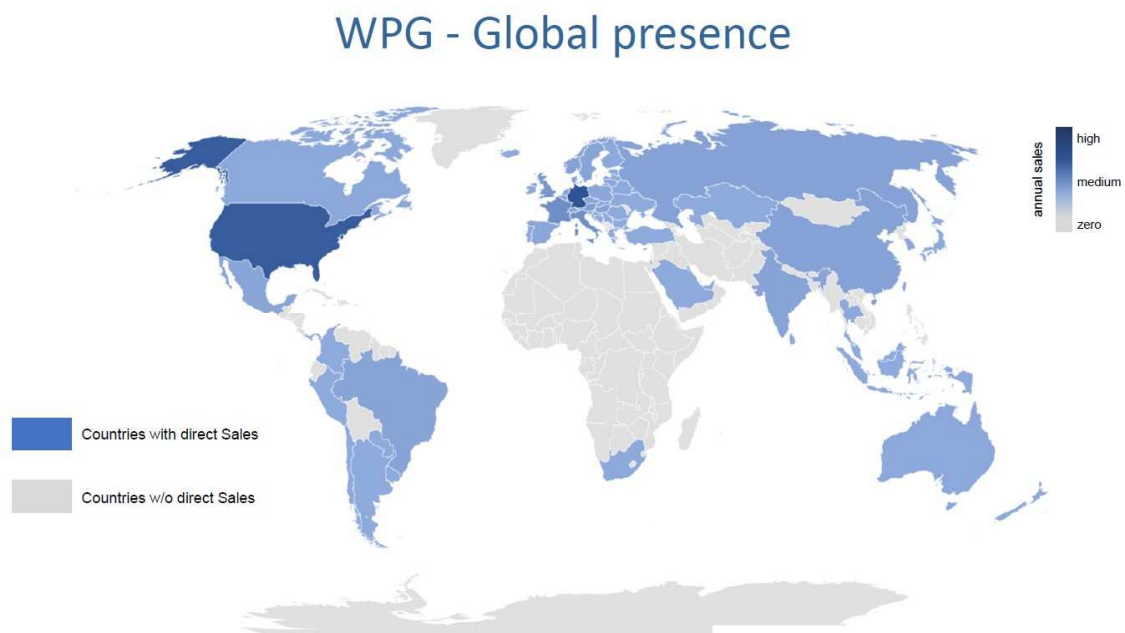
Il *business climate index* del CEMA pubblicato a dicembre 2020 mostra l'andamento ciclico del settore agricolo, che proietta un miglioramento trainato dai paesi occidentali.



In Nord America, la domanda di trattori è aumentata del 27% per i trattori con una potenza inferiore a 140 CV e del 17% per i trattori con potenza superiore a 140 CV. In Europa, il mercato dei trattori e delle mietitrebbiatrici è aumentato rispettivamente del 7% e del 22%.

In Sud America, il mercato dei trattori è cresciuto del 29% e il mercato delle mietitrebbiatrici del 22%.

Si riporta nel grafico seguente il volume di affari della Società a livello mondiale.



5. DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSUNTIVI CONSOLIDATI

Si riportano nel seguito i dati economico patrimoniali consuntivi consolidati della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2019 e 31 dicembre 2020 redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e in accordo con quanto stabilito dall'articolo 2:362(9) del codice civile olandese.

Consolidated income statement	27/02 - 31/12	31-dic
(€/000)	2019	2020
Revenues	198.182	396.064
<i>growth %</i>	<i>n.a.</i>	99,8%
Cost of Sales	(155.521)	(280.008)
<i>% on Sales</i>	-78,5%	-70,7%
Gross Profit	42.661	116.056
<i>Gross Profit %</i>	21,5%	29,3%
Other operating income	1.822	2.835
<i>% on Sales</i>	0,9%	0,7%
Research and development expenses	(4.447)	(9.828)
<i>% on Sales</i>	-2,2%	-2,5%
Administrative expenses	(62.070)	(102.620)
<i>% on Sales</i>	-31,3%	-25,9%
Operating Loss	(22.034)	6.443
<i>Operating Loss %</i>	-11,1%	1,6%
Finance Costs	(9.760)	(21.258)
<i>% on Sales</i>	-4,9%	-5,4%
Finance Income	917	644
<i>% on Sales</i>	0,5%	0,2%
Net Finance Costs	(8.843)	(20.614)
<i>Net Finance Costs %</i>	-4,5%	-5,2%
Share of profit of a joint venture	0	433
Loss before tax	(30.877)	(13.738)
Income tax benefit	6.376	4.566
<i>% on Sales</i>	3,2%	1,2%
Loss after tax for the period	(24.501)	(9.172)

Revenues

Si segnala che i dati comparativi riferiti all'anno 2019 si riferiscono al periodo che va dal 27 febbraio 2019 (data di costituzione della WPG Holdco B.V.) al 31 dicembre 2019. Si ricorda che l'acquisizione della WPG Holdco B.V. da parte della società di private equity OEP è invece avvenuta in data 25 giugno 2019. Pertanto, come si evince dalla tabella sopra riportata i ricavi totali mostrano un incremento del 99,8% nell'esercizio 2020, raggiungendo un valore di 396.064 migliaia di euro circa, da

imputare ai diversi periodi oggetto di comparazione. Tuttavia la Società ha stimato che, qualora venissero comparati i ricavi 2019 “pro-forma” calcolati in modo da riflettere retroattivamente gli effetti derivanti dall’operazione di acquisizione avvenuta nel corso dello stesso anno, si evincerebbe un decremento delle vendite nel 2020 di circa il 7%. Tale decremento è da imputare all’impatto della pandemia da Covid 19 sull’economia globale che ha causato interruzioni di alcune settimane sia nei vari siti di produzione della Società che nella fornitura di materiale da parte di fornitori e subappaltatori.

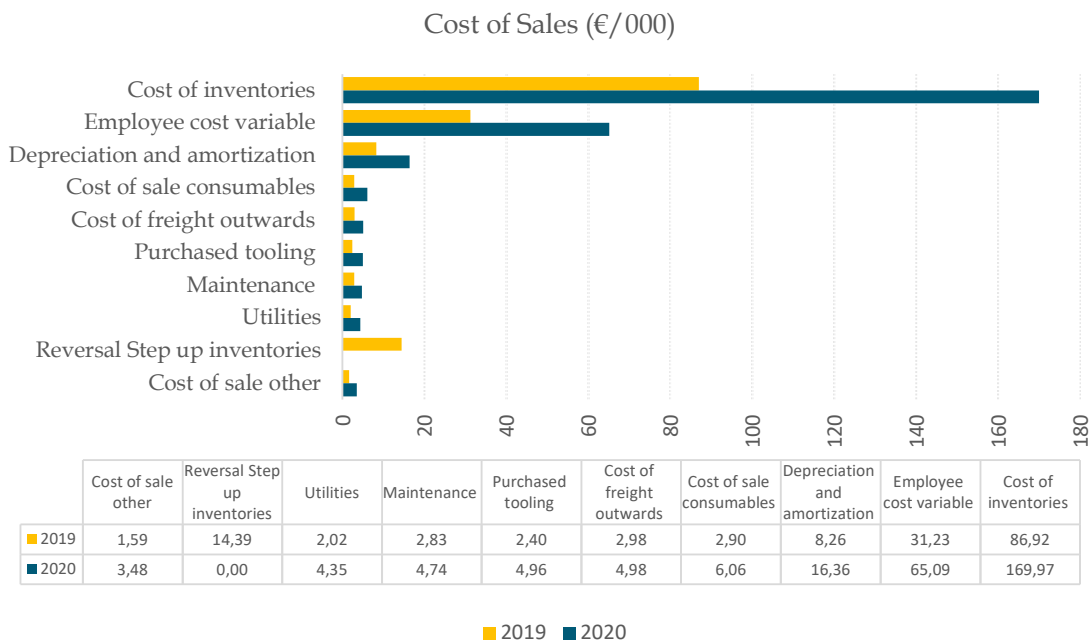
Oltre al calo generale dei mercati, il decremento delle vendite registrato nell’esercizio 2020 è da attribuire ad una combinazione di fattori e avvenimenti come la chiusura completa dell’impianto di Monguelfo-Tesido (BZ) durante il secondo trimestre, la riduzione della domanda riferita al segmento di mercato “Aftermarket & Service” nonché la debole e lenta crescita del mercato di riferimento negli USA.

L’unico segmento di mercato che nell’esercizio 2020 ha fatto registrare una crescita del 3% rispetto all’esercizio precedente è quello agricolo che, a livello globale ha sin da subito mostrato ottimi segnali di ripresa nell’ultimo trimestre 2020. I ricavi registrati nell’esercizio 2020 sono iscritti in bilancio in virtù dei vari contratti di vendita stipulati con la clientela. Si segnala che la diversificazione del fatturato fa sì che nessuno dei clienti di WPG Holdco B.V. contribuisce con una percentuale maggiore del 10% sul totale del fatturato realizzato dalla Società.

Cost of sales

La voce “costo del venduto” include tutti i costi diretti e indiretti attribuibili al processo produttivo.

Anche per i costi, i dati riportati nel grafico sottostante non sono comparabili in quanto riferiti a due periodi diversi. Si segnala che la voce “Reversal step up inventories” si riferisce al completamento e alla successiva vendita delle rimanenze per “lavori in corso” precedentemente valutate al fair value (in data di acquisizione del Gruppo WPG, ovvero 25 giugno 2019) e successivamente annullato nel corso del 2020.



Other operating income

La composizione degli altri ricavi è la seguente:

Other Operating Income	27/02 - 31/12	31-dic
<i>(€/000)</i>	2019	2020
Operating lease income	433	702
Project related reimbursement of development costs	683	650
Foreign currency gains	0	615
Gain on land disposal	0	190
Other	706	678
Total Other Operating Income	1.822	2.835

La voce "Operating lease income" fa riferimento ai ricavi derivanti dai contratti di locazione sugli immobili di proprietà della Società. Tali contratti si riferiscono principalmente a spazi vuoti come parcheggi, padiglioni e uffici non utilizzati dal Gruppo. Si ricorda che in virtù del nuovo standard internazionale IFRS 16 la Società ha classificato tali contratti come leasing operativi contabilizzando i relativi proventi nella suddetta voce di conto economico.

Research and development expenses

Nell'ottica di fornire alla propria clientela costanti miglioramenti dei prodotti presenti sul mercato e al contempo offrire nuove soluzioni tali da garantire massima qualità, innovazione tecnologia digitale, la Società sostiene ogni esercizio costi di ricerca che, secondo le disposizioni dettate dai principi contabili di riferimento, non possono essere capitalizzati ma rilevati per competenza nel conto economico di riferimento. Nell'esercizio 2020 la Società ha sostenuto costi di ricerca per un

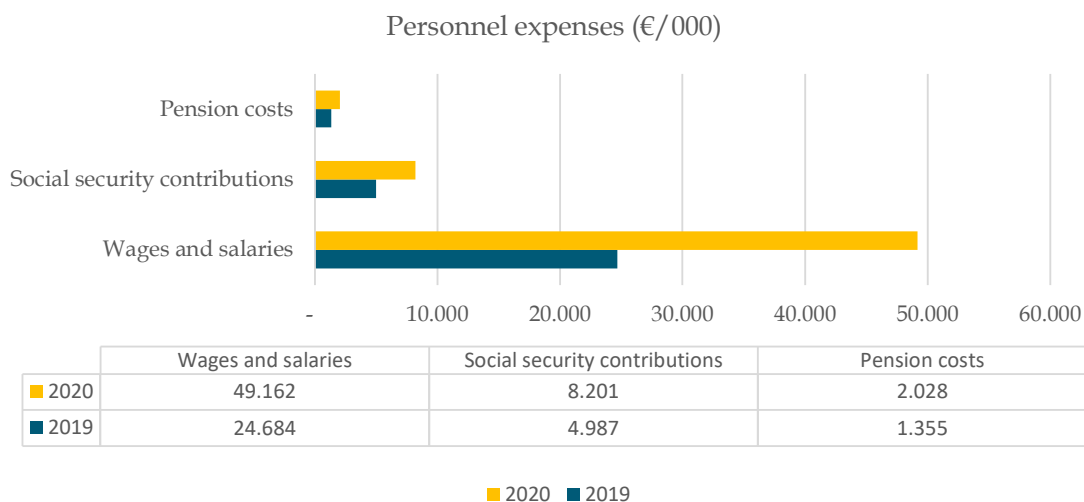
ammontare di euro 9.828 migliaia circa di cui 7.452 migliaia circa riferibili ai costi fissi dei dipendenti.

Administrative expenses

La composizione dei costi amministrativi risulta la seguente:

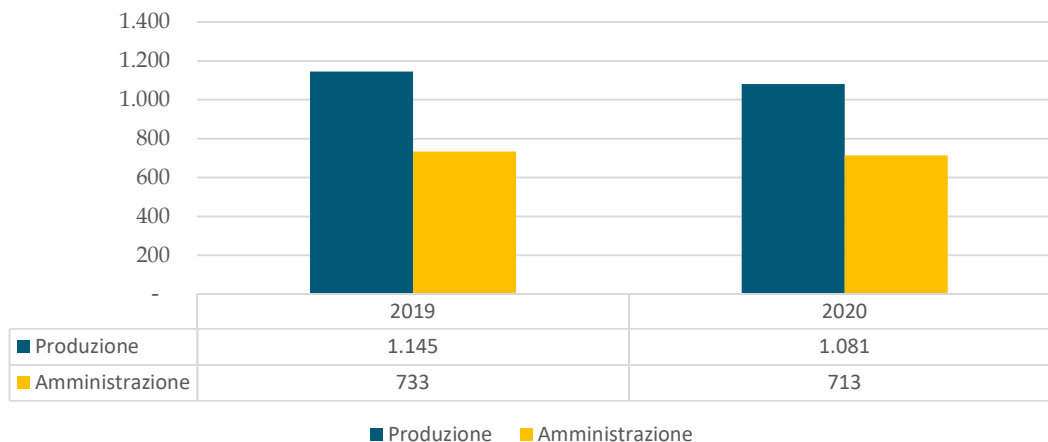
Administrative expenses (€/000)	27/02 - 31/12 2019	31-dic 2020
Personnel expenses	31.026	59.391
Depreciation and amortization	3.662	8.193
Restructuring (Project 2052)	0	8.490
Information Systems	1.815	4.265
External Warehouse	1.039	2.805
Other professional fees, consultants	794	2.467
External services (cleaning, security)	1.176	2.292
Plant refurbishment & building maintenance	1.239	2.227
Insurance	728	1.441
Travel and entertainment	2.102	1.259
Expenses on short term and low value asset leases	939	1.115
Indirect material (office material)	347	1.019
Impairment	0	900
Personnel training	865	850
Audit fees / legal costs	594	744
Telephone and communications	475	821
Energy fix (electricity, gas, water)	408	681
Taxes non-profit related	258	628
Foreign currency revaluation	0	426
Marketing expenses	610	376
Loss on foreign exchange differences	438	531
Loss allowance on trade receivables	2.348	406
Corona related costs	0	363
Transaction cost	7.055	0
Real estate tax land transfer	1.980	0
Restructuring (Project Panda)	774	0
Other administrative expenses	1.398	930
Total Administrative expenses	62.070	102.620

I costi del personale si riferiscono a salari e stipendi, oneri sociali e accantonamento a piani e benefici economici futuri per i dipendenti.



In virtù del processo di ristrutturazione intrapreso dalla Società nel corso del 2020 e che ha coinvolto il segmento di mercato riferito all' "Aftermarket & Service", il numero di dipendenti ha subito un calo di 84 dipendenti rispetto allo scorso esercizio come si evince dal grafico sottostante:

Numero dipendenti



Tra i costi amministrativi registrati in bilancio dalla Società nel corso dell'esercizio 2020, figura un accantonamento al fondo ristrutturazione denominato "Project 2052" pari ad euro 8.490 migliaia circa. Il fondo ristrutturazione rientra nel processo intrapreso dalla Società, nel corso del 2020, volto ad efficientare la struttura organizzativa attraverso la centralizzazione di alcune funzioni aziendali come risorse umane, ufficio acquisti, marketing e contabilità. La nuova struttura prevede un centro di riferimento "global leader" collocato in ognuna delle tre aree continentali Europa, America e Asia con lo scopo di dare supporto ai singoli siti produttivi e centri di assistenza presenti sul territorio. L'importo accantonato al fondo nel 2020 e pari ad euro 8.490 migliaia circa si riferisce principalmente a indennità di licenziamento, benefici ai dipendenti prossimi al pensionamento e altri costi di ristrutturazione.

Net Finance cost

La composizione degli oneri finanziari è la seguente:

Finance Costs (€/000)	27/02 - 31/12 2019	31-dic 2020
Interest expense under the effective interest method	(7.100)	(13.058)
Interest expense leases	(641)	(940)
Total finance costs for financial liabilities	(7.741)	(13.998)
Retirement benefit finance costs	(1.469)	(2.742)
Foreign currency revaluation	0	(3.210)
Unwinding of discount	(482)	(864)
Guarantee commission	0	(443)
Other	(68)	(1)
Total Finance Costs	(9.760)	(21.258)

Il carico per interessi su mutui e finanziamenti risulta inevitabilmente incrementato rispetto al dato registrato nell'anno 2019 in virtù dei diversi periodi oggetto di comparazione. Nel corso dell'esercizio 2020 è stata imputata a conto economico una perdita su cambi di euro 3.210 migliaia circa derivante dalla conversione di un prestito *intercompany* erogato in valuta GBP e successivamente rimborsato alla data del 31 dicembre 2020. Negli oneri finanziari sono ricompresi anche gli sconti pronto cassa, gli interessi maturati sui canoni leasing, i costi di natura finanziaria maturati sui piani a beneficiari dipendenti e le commissioni su garanzie prestate nel normale svolgimento dell'attività aziendale. A tal proposito si rileva che il Gruppo ha rilasciato garanzie per: i) locazioni per un ammontare di 106 migliaia di euro circa in favore di parti non correlate; ii) prestazioni a clienti terzi volte a garantire la consegna dei beni per euro 2 migliaia circa; iii) obblighi doganali per euro 280 migliaia circa;

iv) lettera di credito per un controvalore di euro 437 migliaia circa in favore della compagnia assicurativa Zurich American.

Relativamente ai proventi di natura finanziaria che al 31 dicembre 2020 ammontano ad euro 644 migliaia circa, essi si riferiscono a polizze stipulate sui piani per benefici a dipendenti.

Share of profit of a joint venture

Alla data del 31 dicembre 2020, la WPG Holdco B.V. detiene una partecipazione del 40% al capitale sociale della *joint venture* Matsui Walterscheid Ltd. contabilizzata all'interno del bilancio consolidato con il metodo del patrimonio netto (*equity method*).

Nell'esercizio 2020 il valore della corrispondente quota di patrimonio netto (40%) ammonta ad euro 433 migliaia circa.

Consolidated Financial Statements (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Assets		
Property, plant and equipment	133.030	124.703
Goodwill	107.193	105.875
Intangible assets	79.572	70.176
Investment in a joint venture	104	420
Other receivables	895	1.011
Other interest-bearing receivables	151	0
Deferred tax assets	43.176	34.377
Non-current assets	364.121	336.562
Inventories	78.334	68.932
Trade and other receivables	59.485	53.192
Cash and cash equivalents	19.664	29.201
Current assets	157.483	151.325
Assets qualified as held for sale	0	1.315
Total assets	521.604	489.202
Equity and liabilities		
Equity		

Issued capital	0,1	0,1
Share premium	77.309	77.309
Accumulated deficit	(15.471)	(27.707)
Foreign currency translation differences	(1.194)	5.456
Total equity	60.644	55.058
Interest bearing loans and borrowings	155.444	148.974
Lease liabilities	31.348	28.620
Employee benefits	149.847	152.563
Provisions	2.495	1.545
Deferred tax liabilities	42.441	23.977
Non-current liabilities	381.575	355.679
Trade and other payables	47.839	43.891
Lease liabilities	4.516	5.153
Employee benefits	18.962	20.672
Income tax payable	3.168	1.581
Provisions	4.900	7.168
Current liabilities	79.385	78.465
Total liabilities	460.960	434.144
Total equity and liabilities	521.604	489.202

Property, plant and equipment

La voce risulta così composta:

Property, Plant and equipment <i>(€/000)</i>	31-dic 2019	31-dic 2020
Land and buildings	66.656	63.511
Operating facilities/technical equipment	58.699	57.564
Assets under construction	7.675	3.628
Total Property, Plant and equipment	133.030	124.703

Come esposto in precedenza, in data 25 giugno 2019 è stato perfezionato l'accordo relativo all'acquisto del 100% delle azioni del Gruppo Walterscheid Powertrain tra la società di private equity One Equity Partners VII LP e Melrose Industries PLC. Tale operazione è stata finanziata sia mediante capitale proprio erogato da OEP che da prestatori privati (cosiddetti *lender*) di Stati Uniti e Lussemburgo.

Ai fini della rilevazione del *fair value* delle attività acquisite e delle passività assunte, oltre che la rilevazione dell'avviamento, è stata completata la *Purchase Price Allocation* (PPA) che ha riconosciuto un valore di mercato complessivo di euro 133.486 migliaia di euro circa riferibile agli immobili, macchinari, attrezzature e altri beni di proprietà della Società.

In riferimento alla movimentazione intercorsa nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020 la Società ha proceduto all'eliminazione di terreni e fabbricati per un valore netto contabile di euro 8.146 migliaia derivante principalmente da:

- i) riclassifica ad "attività destinate alla vendita" di terreni e fabbricati per un valore netto contabile di euro 1.315 migliaia circa;
- ii) vendita di un immobile ubicato in territorio brasiliano per un importo pari ad euro 679 migliaia circa;
- iii) cancellazione del diritto d'uso su immobili in locazione (IFRS 16) per un importo pari ad euro 5.970 migliaia circa in seguito alla cessazione anticipata dei relativi contratti.

In riferimento alle nuove capitalizzazioni dell'anno, si rilevano incrementi nella categoria "terreni e fabbricati" per euro 7.689 migliaia circa riferiti principalmente all'estensione dei contratti di locazione contabilizzati secondo i dettami del principio internazionale IFRS 16. Per quanto riguarda la categoria "attrezzature e macchinari", l'incremento concernente le nuove capitalizzazioni ammonta ad euro 9.991 migliaia circa. Relativamente alla voce "Assets under construction", nell'anno sono stati apportati incrementi per euro 1.399 migliaia circa e rilevati decrementi per euro 4.783 migliaia circa in seguito a riclassifica nella voce "terreni e fabbricati". Tale riclassifica

si è resa necessaria in seguito all'entrata in funzione dei beni precedentemente capitalizzati in "Assets under construction".

Nell'esercizio sono stati imputati a conto economico ammortamenti di immobilizzazioni materiali per euro 15.116 migliaia circa.

Goodwill & Intangible Assets

La voce risulta così composta:

Goodwill & Intangible assets (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Trade Name	12.956	11.432
Developed technology	22.376	19.393
Customer relationships	37.731	34.450
Goodwill	107.193	105.875
Software and other	6.509	4.901
Total Goodwill & Intangible assets	186.765	176.051

Come riportato nel paragrafo precedente, in fase di allocazione del prezzo di acquisto, è stato riconosciuto un valore di mercato complessivo pari ad euro 83.068 migliaia circa riferibili a:

- i) marchi per euro 13.718 migliaia circa con una vita utile stimata di nove anni;
- ii) costi di sviluppo per euro 23.868 migliaia circa con una vita utile stimata di otto anni;
- iii) *customer relationship* per euro 39.371 migliaia circa con una vita utile stimata di dodici anni;
- iv) software e licenze per euro 6.111 migliaia circa con una vita utile stimata di cinque anni per le licenze e di tre anni per i software.

L'eccedenza del prezzo di acquisizione rispetto al *fair value* delle attività e delle passività nette acquisite è stata rilevata come avviamento, quantificato per un totale di Euro 107.193 migliaia circa e oggetto di impairment test.

In riferimento alla movimentazione intercorsa nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020 la Società ha capitalizzato nuovi software per euro 963 migliaia circa.

Nell'esercizio sono stati imputati a conto economico ammortamenti per immobilizzazioni immateriali per euro 10.340 migliaia circa.

Investment in a joint venture

Come esposto in precedenza trattasi della quota di partecipazione del 40% al capitale sociale della Matsui Walterscheid Ltd. ubicata in Giappone. La valutazione in bilancio della joint venture avviene con l'allineamento dell'iniziale costo sostenuto in sede di acquisizione al patrimonio netto patrimonio netto della stessa.

Other receivables

Alla data del 31 dicembre 2020 la voce in oggetto si compone di: i) depositi cauzionali pari a 231 migliaia circa relativi ad immobili condotti in affitto; ii) crediti verso CommerzTrust GmbH relativo ad una polizza assicurativa stipulata a copertura di una parte delle indennità di anzianità maturate a favore dei dipendenti.

Deferred tax assets and liabilities

Alla data del 31 dicembre 2020 il saldo delle attività e passività fiscali per imposte differite risulta in aumento di euro 9.665 migliaia circa per una serie di fattori

tra cui:

- i) maggiori accantonamenti sui piani per benefici a dipendenti;
- ii) maggiori accantonamenti sulle perdite fiscali riportabili negli esercizi futuri;
- iii) scarico di imposte differite su *intangible asset* e *inventories*;

Deferred tax assets (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Intangible assets	1.230	2.798
Property, Plant and equipment	5.801	5.863
Inventories	4.737	3.631
Defined benefit obligations	27.083	29.165
Other provisions	3.733	2.806
Deferred tax assets on tax loss carryforward	3.504	5.736
Set-off deferred tax positions	(2.912)	(15.622)
Total Deferred tax assets	43.176	34.377

Deferred tax liabilities (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Intangible assets	(22.129)	(18.349)
Property, Plant and equipment	(21.727)	(21.010)
Inventories	(1.199)	0
Other provisions	(298)	(240)
Set-off deferred tax positions	2.912	15.622
Total Deferred tax liabilities	(42.441)	(23.977)

Inventories

La voce risulta composta da:

Inventories <i>(€/000)</i>	31-dic 2019	31-dic 2020
Raw materials	26.039	21.184
Working in progress	20.184	18.190
Finished goods	32.111	29.558
Total Inventories	78.334	68.932

Nel corso del 2020 la Società ha dato avvio ad un programma ai fini di migliorare la flessibilità del capitale circolante netto e garantire una robusta generazione di cassa durante le flessioni del mercato.

Interest bearing loans and borrowings

La voce in oggetto comprende due linee di credito (*credit facility*) ricevute da GSO Capital Partners LP, società appartenente al fondo Blackstone, con lo scopo di finanziare l'acquisizione del Gruppo WPG e finalizzare il carve-out dell'intero Gruppo dall'ex azionista GKN Limited. Il contratto stipulato dall'acquirente OEP ha previsto l'erogazione, alla data del 25 giugno 2019, di due linee di credito così suddivise:

- 1) linea di credito (*B1 Facility*) in favore della *holding* WPG German Holdco GmbH per euro 71,6 milioni di euro circa che matura un tasso di interesse pari a EURIBOR (min. 0.5) + 7.0;
- 2) linea di credito (*B2 Facility*) in favore della *holding* WPG US Holdco LLC per euro 100,7 milioni di euro circa che matura un tasso di interesse pari a LIBOR (min. 1.0) + 7.0

Le due linee di credito hanno scadenza in data 25 giugno 2025. Tuttavia, il contratto sopra menzionato contiene una condizione contrattuale (*covenants*) la quale prevede che alla fine di ogni trimestre l'indice identificato come *Drawn Super Net Debt* non deve eccedere di 1,5 punti percentuali il risultato di conto economico (al lordo di interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni) degli ultimi dodici mesi. Il superamento di tale soglia implica la modifica delle condizioni contrattuali.

Di seguito si espone la movimentazione intervenuta nell'esercizio 2020:

Interest-bearing loans and borrowings (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Payout nominal	160.086	160.086
Original issue discount	(4.402)	(4.402)
Fees	(1.798)	(1.798)
Accumulation effective interest	411	1.275
Foreign exchange movement	1.146	(6.159)
Other adjustments	1	(28)
Total	155.444	148.974

Entrambe le voci "Original issue discount" e "Fees" sono ricompresi nel calcolo del tasso d'interesse effettivo.

Net Financial Position (NFP) (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Cash and Cash equivalents	19.664	29.201
Lease liabilities (current)	(4.516)	(5.153)
Interest-bearing loans and borrowings	(155.444)	(148.974)
Lease liabilities (non-current)	(31.348)	(28.620)
Net Financial Position (NFP)	(171.644)	(153.546)

Lease Liabilities

In linea con quanto definito dal nuovo standard internazionale IFRS 16, la società ha proceduto, nel corso dell'esercizio 2019, alla contabilizzazione di tutti i contratti di servizi erogati da terze parti secondo il criterio basato sul controllo (*right of use*). Il nuovo principio ha stabilito un modello unico di riconoscimento e valutazione dei contratti di leasing per il locatario (*lessee*) che prevede l'iscrizione del bene oggetto di *lease* anche operativo nell'attivo, con contropartita un debito finanziario. A tal proposito, i contratti IFRS 16-compliant, sottoscritti dal Gruppo nel corso degli esercizi precedenti, riguardano le locazioni di immobili e attrezzature funzionali al processo produttivo. Alla data del 31 dicembre 2020 il debito totale per leasing ammonta ad euro 33.773 migliaia circa così suddiviso:

The lease liabilities mature as follows (€/000)	31-dic 2019	31-dic 2020
Up to 1 year	4.516	5.153
More than 1 year up to 5 years	16.467	16.180
More than 5 years	14.881	12.440
Total	35.864	33.773

6. I CRITERI DI VALUTAZIONE

Dato l'obiettivo della presente perizia, si è ritenuto opportuno proporre una breve descrizione delle metodologie di analisi e di valutazione d'Azienda più diffuse e condivise nell'ambito dell'economia aziendale.

I modelli valutativi possono assumere come variabili esplicative per la quantificazione del valore economico dell'azienda elementi riconducibili ai seguenti aggregati di valori:

- il patrimonio netto rettificato;
- i flussi economici o finanziari attesi;
- i multipli di settore o di soggetti comparabili.

I modelli differiscono fra loro in relazione alle variabili adottate ed al peso attribuito a ciascuna di esse. Di conseguenza, è possibile pervenire a risultati diversi anche in virtù dell'approccio metodologico che caratterizza ciascun modello.

Di seguito, si riporta una breve disamina dei principali metodi di valutazione utilizzati nella pratica al fine di individuarne la compatibilità con le caratteristiche della presente perizia.

✓ *I metodi patrimoniali*

I metodi patrimoniali si suddividono in: metodo patrimoniale semplice e complesso. Tali metodi vengono utilizzati in presenza di aziende con forte patrimonializzazione e, pertanto, con ingenti e prevalenti immobilizzazioni di capitali in cespiti tecnici, o comunque materiali. Qualora, invece, l'aspetto dinamico dell'impresa, e cioè la sua

gestione economica, prevalga sulla componente patrimoniale, questo criterio si rivela inadeguato, in quanto non riesce ad apprezzare nell'ente sottoposto a valutazione la capacità di produrre redditi futuri.

Il metodo patrimoniale semplice prevede la stima analitica di ciascun elemento del patrimonio a valori correnti di sostituzione. Essa evidenzia, perciò, i valori di mercato in ipotesi di riacquisto o di riproduzione per gli elementi dell'attivo e di rinegoziazione per quelli passivi. Il valore complessivo dell'azienda è la sommatoria delle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati ai fini patrimoniali possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, sono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino è valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali e immateriali sono valutati in base al valore di mercato o al costo di ricostruzione a nuovo;
- i crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo o estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;
- le partecipazioni sono valutate facendo riferimento alle quotazioni di mercato, al patrimonio netto rettificato o tramite altre metodologie valutative;

- per quanto concerne i fondi accesi a spese future, al trattamento di fine rapporto e a passività potenziali ne è valutata la congruità e la pertinenza.

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

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

✓ *I metodi reddituali*

I metodi reddituali si fondano sul principio secondo il quale il valore dell'azienda oggetto di valutazione è determinato dalla sua capacità di produrre redditi.

L'obiettivo è quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione "valore = redditività": $EQ = f(R)$.

Per ciò che concerne il tipo di funzione che relaziona il flusso di reddito al valore del capitale economico dell'azienda si possono distinguere due tipologie di modelli

reddituali, a seconda che i flussi di reddito si riferiscano ad un orizzonte temporale definito o infinito:

- il metodo semplice, che si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito medio, normale e duraturo;
- il metodo complesso, che costituisce un'evoluzione del precedente, in quanto attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Inoltre, il calcolo dell'Equity Value può avvenire attraverso:

- il metodo diretto, che si basa sulla stima dell'Equity Value tramite l'attualizzazione dei redditi netti futuri dell'azienda;
- il metodo indiretto, che si basa sulla stima dell'Enterprise Value tramite l'attualizzazione del reddito operativo, e successiva sottrazione della posizione finanziaria netta.

Utilizzando il metodo reddituale semplice, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Tale metodo comporta la definizione di un reddito annuo normalizzato espressione di una costanza dei redditi attesi futuri. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono essere valutati separatamente mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, il metodo reddituale semplice può trovare applicazione secondo le seguenti modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito d'anni. Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato d'anni.

Nel caso del metodo diretto si hanno le seguenti formule:

$$EQ = R / K_e$$

$$EQ = \sum_{t=1}^n R_t / (1 + K_E)^t$$

dove:

R = reddito netto normalizzato medio atteso;

R_t = reddito netto normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

Nel caso del metodo indiretto si hanno le seguenti formule:

$$EQ = R_o / WACC - PFN$$

$$EQ = \sum_{t=1}^n R_{ot} / (1 + WACC)^t - PFN$$

dove:

R_o = reddito operativo normalizzato medio atteso;

R_{ot} = reddito operativo normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

Con il metodo reddituale complesso si attualizzano redditi analiticamente previsti anno per anno, per un certo numero d'anni e si aggiunge un valore terminale stimato sulla base del reddito annuo stabilizzato atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima più preciso rispetto

al metodo reddituale semplice ma che comporta la disponibilità di elaborazioni di piani e programmi a medio termine.

Componenti speciali

Qualsiasi componente dell'azienda, interamente o parzialmente considerata, che non può essere stimata in termini di valore con il metodo dei redditi attualizzati deve essere valutata a parte e aggiunta al valore attuale dei redditi attualizzati al fine di ottenere il valore della società oggetto d'analisi. Tra queste componenti sono comprese non solo le attività non operative, ma anche alcune immobilizzazioni finanziarie ed attività o passività connesse ad effetti fiscali. Per attività non operative si possono intendere tutte quelle attività che possono essere cedute senza influenzare l'andamento della società in un'ottica di continuità aziendale.

Tasso di sconto

Come accennato in precedenza i benefici finanziari devono essere attualizzati applicando un tasso di sconto appropriato. A livello economico, questi tassi di sconto riflettono le scelte degli investitori che confrontano il rendimento dell'investimento in azioni della società con quelli offerti da investimenti alternativi, ma equivalenti in azioni. Di conseguenza il tasso di sconto riflette la redditività di investimenti alternativi sotto l'assunzione che i flussi di cassa connessi allo stesso siano equivalenti ai benefici finanziari attesi derivanti dalla società oggetto di valutazione in termine di durata, rischio e tassazione.

I mercati dei capitali rendono disponibili informazioni in merito ai rendimenti offerti da investimenti alternativi in azioni. I rendimenti delle azioni possono essere suddivisi in due parti: i) l'interesse privo di rischio e ii) il premio legato al rischio

dell'investimento che gli azionisti richiedono essere al fine di essere compensati per il rischio imprenditoriale assunto.

i) Interesse privo di rischio

L'interesse privo di rischio riflette un tasso di rendimento di un investimento privo di rischio di credito con la medesima durata dell'investimento nella società. Tale tasso di interesse può essere ottenuto dalla struttura dei tassi degli interessi legati ad obbligazioni governative che mostra i rendimenti di tali strumenti finanziari per tutte le scadenze. In particolare il tasso di interesse di una particolare obbligazione governativa è funzione della durata residua rispetto alla scadenza.

ii) Premio legato al rischio

Per calcolare il valore oggettivo della società è necessario far riferimento al premio per il rischio imputabile al mercato e non ai singoli azionisti. Può essere considerato, tuttavia, il fatto che gli investitori percepiscano un certo rischio nell'investimento in una società (rischio dell'investitore). I premi per il rischio possono essere derivati a partire dai rendimenti connessi ai mercati azionari calcolati empiricamente mediante l'impiego di specifici modelli (CAPM, Tax-CAPM).

In considerazione del fatto che si deve tener conto della tassazione personale, il tasso di sconto si ottiene, quindi, sottraendo dal tasso di interesse privo di rischio e dal premio per il rischio la tassazione personale connessa agli azionisti. Nello specifico, per calcolare il premio per il rischio di mercato si può utilizzare la seguente formula:

$$r_M^{nst} = r_M^{vst} - d_M \cdot ESt$$

dove:

r_M^{nst} = rischio di mercato dopo l'imposizione fiscale;

r_M^{vst} = rischio di mercato ante l'imposizione fiscale;

d_M = dividend yield del mercato;

ESt = aliquota fiscale personale

I metodi reddituali semplici hanno come limite le incertezze e le difficoltà nella determinazione del reddito medio - normale prospettico e del tasso di capitalizzazione come espressione della remunerazione del mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e rischio. Le difficoltà aumentano per il metodo complesso dove la determinazione dei redditi attesi è effettuata analiticamente.

✓ *I metodi misti*

Questi metodi rappresentano una mediazione tra il modello Patrimoniale e il modello dei Flussi, nella misura in cui si cerca di contemperare il contributo offerto dalle due componenti (patrimoniale e reddituale) fino ad ora lasciate separate.

In tal senso, sia il valore del reddito medio prospettico normalizzato, sia il patrimonio netto rettificato vengono messi in relazione affinché concorrano a determinare il valore del capitale economico dell'azienda.

Tra i metodi misti, quello che senz'altro risulta più utilizzato nella pratica è il "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento" che si fonda sul presupposto

che il reddito prospettico comprenda una quota di sovra reddito destinata a venire meno nel tempo. Il valore dell'azienda è pari alla somma algebrica del valore patrimoniale (vedi sopra metodo patrimoniale semplice) e del valore attribuibile all'avviamento determinato come attualizzazione del sovra reddito come differenza tra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale investito.

Un altro metodo misto è il cosiddetto "metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni". Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori a bassa redditività tale da escludere la presenza di un avviamento positivo ma anche da suggerire un abbattimento del patrimonio netto rettificato a seguito della evidenziazione di avviamento negativo per insufficienza di remunerazione dei mezzi investiti. In queste condizioni, è preferibile calcolare il costo di ricostruzione o sostituzione del bene, al netto del deperimento e dell'obsolescenza subiti e valutare la capacità dell'azienda di fare fronte ai maggiori ammortamenti generati dalla rivalutazione. In caso contrario la rivalutazione può essere attuata solo parzialmente.

Un metodo innovativo tra i metodi misti è senz'altro il "il metodo misto EVA". Tale metodo (*EVA - Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovra reddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e

di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

Il valore economico aziendale viene, quindi, stimato calcolando il valore attuale degli EVA futuri. Nella versione finanziaria, tale valore si somma al capitale operativo rettificato sottraendo l'indebitamento finanziario netto.

✓ *I metodi finanziari*

I metodi finanziari stimano il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi monetari. Il valore dell'azienda è stimato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall'investimento calcolato ad un tasso tale da assicurare un'adeguata remunerazione delle risorse impiegate.

L'approccio finanziario rappresenta un metodo che è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche. È, infatti, indubbio che il valore effettivo di un'azienda corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa sarà in grado di generare in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dall'attualizzazione di tali flussi di cassa. Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

Tra i metodi finanziari, il più utilizzato ed accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore, è il *Discounted Cash Flow* (DCF). Il momento di maggiore criticità è costituito dalla difficoltà propria della determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

In ipotesi "*unlevered*" (al lordo della struttura finanziaria) il valore di un'azienda è costituito dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC); solitamente esiste un periodo di previsione analitica dei flussi attesi a breve termine ed un valore finale corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica (cosiddetto *terminal value*).

✓ *I metodi comparativi dei multipli*

Tali modelli di valutazione d'azienda hanno natura prettamente empirica e forniscono una quantificazione del valore aziendale che si basa, per lo più, su comparazioni e analogie tra aziende o settori analoghi.

Tra i metodi comparativi figurano:

- *Il metodo dei multipli di mercato.*

Nella valutazione delle realtà aziendali è frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e

parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc. La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. La principale criticità di tale metodo risiede innanzitutto nell'individuazione di società che svolgono attività analoghe e, quindi, nell'elevata volatilità dei risultati che ne derivano.

Si precisa che il valore d'impresa determinato dai vari modelli di valutazione disponibili, tra cui quello dei multipli, è rappresentato dal cosiddetto *Enterprise Value* ("EV") che corrisponde al teorico valore d'impresa, a prescindere dall'entità del debito finanziario netto dell'entità oggetto di valutazione. Il prezzo teorico di vendita è, successivamente, determinato decurtando, dal teorico valore d'impresa, l'ammontare della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione.

- *Metodo delle transazioni comparabili*

L'applicazione di tale metodo consente di determinare il valore dell'azienda sulla base di prezzi effettivamente negoziati nell'ambito di transazioni private di quote del capitale economico di imprese comparabili.

- *Metodo di borsa*

La valorizzazione economica dell'azienda si basa sul valore scambiato per aziende quotate appartenenti al medesimo settore merceologico ed aventi le stesse caratteristiche dimensionali, patrimoniali, economiche e finanziarie.

✓ *La scelta del metodo di valutazione*

Il problema della valutazione di un'azienda o di un ramo d'azienda presenta aspetti di notevole complessità, tali per cui è pressoché impossibile giungere a conclusioni univoche e universalmente accettabili, ma soprattutto a un valore oggettivo del complesso aziendale. In via preliminare, occorre stabilire quale tra i diversi criteri di valutazione teoricamente adottabili sia correttamente applicabile al caso concreto, tenendo conto che la scelta dipenderà da numerosi fattori, tra i quali si evidenziano, in particolare il settore di operatività dell'azienda e l'attendibilità dei dati prospettici e contabili.

Ciò premesso, nell'ambito delle metodologie di valutazione utilizzate nella prassi internazionale, tenuto conto delle informazioni disponibili e dell'assenza di un *budget* o piano industriale della Società, lo scrivente ha ritenuto opportuno determinare il valore economico della WPG Holdco B.V. mediante il metodo empirico dei multipli di mercato.

7. LA VALUTAZIONE DI WPG Holdco B.V.

Ai fini della valutazione del valore economico di WPG Holdco B.V. è stato utilizzato il metodo dei multipli di mercato.

Quest'ultimo consente di determinare l'*Enterprise Value* di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati per titoli rappresentativi di quote del capitale di aziende comparabili. L'obiettivo del metodo è quello sviluppare opportuni rapporti o

multipli, fondati sugli effettivi prezzi dei titoli di società comparabili attive nel settore di riferimento, e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese, comprensivo della posizione finanziaria netta, con variabili economiche aziendali (ad esempio l'EBITDA o l'EBIT). I multipli così determinati vengono applicati alle medesime variabili dell'azienda oggetto di valutazione, al fine di calcolarne in modo sintetico il valore di mercato.

$$EV \text{ (Enterprise Value)} = N \text{ volte EBITDA (o EBIT, ...)}$$

Nell'ambito della presente valutazione, è stato applicato il metodo dei multipli al margine operativo lordo o EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), ritenendo tale grandezza contabile rappresentativa delle performance aziendali.

La scelta di tale parametro, tenuto conto anche delle informazioni rese disponibili, è stata ritenuta adeguata in quanto:

- ✓ non è inficiato dai possibili effetti distorsivi sul reddito rappresentati da fenomeni non strettamente operativi e da poste non ricorrenti;
- ✓ non risente delle diverse politiche contabili che possono essere adottate con riferimento all'ammortamento.

Nel caso di specie, considerate le evidenze esposte nel capitolo 5 della presente relazione estimativa, si è ritenuto di determinare l'EBITDA aziendale realizzato nell'esercizio 2020 desunto sulla base del bilancio d'esercizio approvato dall'assemblea dei soci e opportunamente normalizzato, ovvero depurato di

eventuali ricavi e costi non ricorrenti e aventi natura straordinaria al fine di ottenere un valore che fosse espressione di una costanza dei redditi attesi futuri.

Nel dettaglio si evidenzia che il valore dell'EBITDA registrato nell'esercizio 2020 è stato depurato da:

- l'accantonamento al fondo ristrutturazione denominato "Project 2052". Il fondo si compone principalmente di indennità di licenziamento, benefici ai dipendenti prossimi al pensionamento e altri costi di ristrutturazione. Il progetto 2052 nasce dall'intento di rivisitare la propria struttura organizzativa con lo scopo di centralizzare alcune funzioni aziendali tra cui: i) risorse umane, ii) amministrazione e finanzia; iii) approvvigionamento; iv) commerciale (marketing). Inoltre, la Società ha previsto una sostanziale ristrutturazione anche del modello di business relativo all' "Aftermarket & Service" che prevede la centralizzazione di tutte le funzioni amministrative nella sede principale ubicata in Germania. Il progetto di ristrutturazione ha portato al licenziamento di 123 dipendenti già nel 2020;
- Costi non ricorrenti riferiti principalmente: i) all'acquisto di dispositivi di protezione individuale (DPI); ii) perdite su cambi derivanti dalla conversione di un prestito *intercompany* in valuta GBP e successivamente rimborsato alla data del 31 dicembre 2020; iii) perdite su crediti commerciali.

Si informa, inoltre, che non è stato considerato il bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019 in quanto, a seguito del perfezionamento dell'accordo relativo all'acquisto del 100% delle azioni del Gruppo Walterscheid Powertrain tra la società

di private equity One Equity Partners VII LP e Melrose Industries PLC. avvenuta in data 25 giugno 2019, il conto economico dell'esercizio 2019 si compone di costi e ricavi riferiti al periodo successivo all'aggregazione aziendale, ovvero sei mesi circa. Tuttavia, a supporto della scelta effettuata dalla scrivente di utilizzare il valore dell'EBITDA come grandezza contabile rappresentativa delle performance aziendali, si riporta, nella tabella successiva, il valore dell'EBITDA anno 2019 calcolato su un esercizio di 12 mesi "pro-forma" costruito con l'intento di riflettere retroattivamente gli effetti derivanti dall'operazione di acquisizione avvenuta nel corso dello stesso anno.

A tal proposito si precisa che il valore dell'EBITDA "pro-forma" 2019 non è stato utilizzato nella valutazione compiuta, essendo quest'ultimo un dato calcolato *ad hoc* per una comparazione del conto economico su un periodo di 12 mesi, ma è stato solamente esposto ed esaminato al fine di valutare la sostanziale stabilità dei risultati operativi recenti.

Così come evidenziato dalla tabella seguente, l'EBITDA medio normalizzato riferito all'esercizio 2020 ammonta a complessivi euro 42.410 migliaia circa e può essere ritenuto in linea con quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a euro 41.100 migliaia circa, seppur in presenza di una diminuzione significativa dei ricavi dell'esercizio 2020 rispetto al 2019, già commentata nel capitolo precedente.

Consolidated income statement (€/000)	31-dic Pro-forma 12 months	31-dic
	2019	2020
Revenues	433.000	396.064
Gross Margin	138.700	129.615
<i>Gross Margin %</i>	32,03%	32,73%
Operating Expenses	(103.100)	(92.987)
Adjusted EBITDA	35.600	36.628
<i>Ebitda [adjusted] %</i>	8,22%	9,25%
IFRS 16 Depreciation on Leased Assets	5.500	5.782
Normalized EBITDA	41.100	42.410
<i>Ebitda [normalized] %</i>	9,49%	10,71%
Depreciation and amortisation	(14.100)	(20.081)
IFRS 16 Depreciation on Leased Assets	(5.500)	(5.782)
EBIT	21.500	16.547
<i>EBIT %</i>	4,97%	4,18%
Restructuring or Non-recurring expenses [Ebitda reported]	0	(8.490)
Non trading Cost (Covid & others) - [Ebitda reported]	(703)	(1.615)
Share of profit of a joint venture	0	433
Finance Costs/Income	(16.426)	(20.613)
Tax	(1.268)	4.566
Net Profit/(Loss)	3.102	(9.172)
<i>Net Profit %</i>	0,72%	-2,32%

La scelta del moltiplicatore

In una determinazione del valore economico di un'azienda con il metodo dei multipli solitamente il moltiplicatore viene determinato sulla base di perizie recenti aventi ad oggetto la valutazione di società che per attività svolta e struttura patrimoniale sono assimilabili a quella oggetto di valutazione. Risulta, quindi, di prassi comune dei periti estimatori fare riferimento ai dati pubblici di società quotate che operano nello stesso settore della società oggetto di valutazione.

A tal proposito sono state condotte delle indagini, da parte della scrivente, volte ad individuare moltiplicatori espressi dal mercato borsistico di un insieme di aziende

appartenenti allo stesso settore di mercato, dimensione, grado di redditività e attese di crescita. Dalle tali indagini è emerso che:

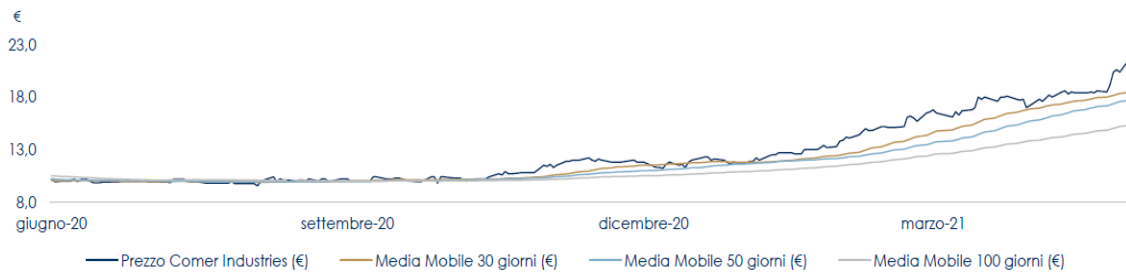
- i. in riferimento ai multipli pubblicati sul sito internet “Damodaran Online” della New York University disponibile all’indirizzo web: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html ed in particolare, alla pubblicazione: "Enterprise value multiples - Western Europe", considerando i dati aggiornati al gennaio 2021 e settore di appartenenza “Machinery”, che raccoglie un campione di 220 aziende, viene riportato un valore EV/EBITDA pari a 17,39x.
- ii. in riferimento al report mensile redatto da Mediobanca per conto di Comer Industries S.p.A., aggiornato all’ 11 giugno 2021, vengono riportati i multipli di mercato dei maggiori player globali che operano nello stesso segmento di mercato della Società e riepilogati di seguito:

Media Peers			Multiple Report del 11 giugno 2021	
			2020 A	2021 E
Peers	OC Oerlikon		11,9 x	9,2 x
	Nabtesco		n.a.	12,4 x
	Regal Beloit		15,0 x	10,7 x
	Dana		10,1 x	5,8 x
	Altra		14,6 x	14,1 x
	Carraro		10,6 x	7,9 x
			12,5 x	10,0 x

Come si evince dalla tabella sopra riportata il valore EV/EBITDA medio dei *peers* aggiornato al 11 giugno 2021 operanti nello stesso segmento di mercato è pari a 10,0x.

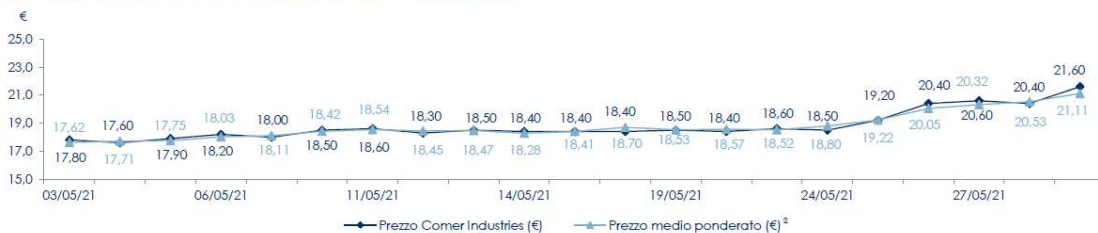
- iii. a supporto dei multipli di mercato è anche possibile prendere in esame i multipli derivanti da transazioni recenti nello stesso settore di riferimento. Rientra, nel nostro caso di specie, l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Carraro S.p.A. promossa dalla società FLY S.r.l.. Sulla base del comunicato stampa ai sensi degli artt. 36 e 43 del Regolamento n. 11971/1999 del 31 maggio 2021, con riferimento all'esercizio 2020 e in virtù del valore del capitale economico dell'Emittente nonché degli ultimi dati patrimoniali pubblicamente disponibili alla Data del Documento di Offerta di indebitamento finanziario netto, il moltiplicatore EV/EBITDA risulta pari 10,4 x.
- iv. come ulteriore indagine nella ricerca di multipli di mercato idonei alla determinazione del valore della Società, la scrivente ha applicato il multiplo di mercato calcolato sulla base della capitalizzazione di mercato di Comer Industries S.p.A. alla data del 28 maggio 2021. In questo contesto il titolo "Comer Industries" continua a registrare una crescita sul mercato come si evince dai grafici sottostanti (fonte Bloomberg, Mediobanca).

Evoluzione del prezzo vs medie mobili



Nel report mensile del mese di maggio 2021 il prezzo di Comer Industries ha sovraperformato rispetto alla sua media.

Prezzo Comer Industries vs prezzo medio ponderato



In quest'ottica è stato calcolato il multiplo di mercato come riportato di seguito:

$$\text{Multiplo} = [(A) - (B)] / (C) = 8,75x$$

- Market Cap Comer Industries al 28.05.2021 = 428.594.880 € (A)
(Prezzo per azione pari a 21,0 € - fonte *Bloomberg*)
- PFN Comer Industries al 31 dicembre 2020 = **3.606 (B)**
- EBITDA Comer Industries al 31 dicembre 2020 = **48.581 (C)**

Nell'applicazione di tale metodologia, la scrivente ha ritenuto prudentiale e congruo all'operazione oggetto della presente valutazione d'azienda utilizzare i multipli di

mercato desumibili dagli ultimi tre risultati riportati sopra escludendo, di fatto, il multiplo fornito dal sito Damodaran.

La tabella seguente riporta il range dei risultati ottenuti con il metodo comparativo dei multipli di mercato sull'EBITDA:

WPG HoldCo B.V. Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA (€/000)	Multiplo da Market Cap "Comer Industries"	Multiplo Mediobanca Report 11 giugno 2021	Multiplo OPA Carraro
EBITDA 2020 Adjusted	42.410	42.410	42.410
EV/EBITDA multiplo	8,75	10,0	10,4
Valore Aziendale	371.003	424.100	441.064

La posizione finanziaria netta

Al range di valore aziendale determinato, pari ad euro 371.003 - 441.064 migliaia circa, è stato sottratto il valore della Posizione Finanziaria Netta al 30 aprile 2021 per euro 159.906 migliaia circa costituita dalle disponibilità liquide pari a 23.611 migliaia circa, debiti bancari per 150.567 migliaia circa, *fair value* MTM per euro 823 migliaia e debiti verso altri finanziatori, riferiti al debito per leasing IFRS 16, per euro 33.773 migliaia circa. Si riporta nella tabella successiva, il Valore Azienda Stimato rettificato della Posizione Finanziaria Netta.

WPG HoldCo B.V. Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA <i>(€/000)</i>	Multiplo da Market Cap "Comer Industries"	Multiplo Mediobanca Report 11 giugno 2021	Multiplo OPA Carraro
EBITDA 2020 Adjusted	42.410	42.410	42.410
EV/EBITDA multiplo	8,75	10,0	10,4
Valore Aziendale	371.003	424.100	441.064
+/- Posizione Finanziaria Netta	(159.906)	(159.906)	(159.906)
Valore Azienda stimato	211.097	264.618	281.158

Il valore economico di WPG Holdco B.V. secondo il metodo dei multipli

Nell'applicazione della metodologia dei multipli la scrivente ha ritenuto opportuno:

- 1) determinare inizialmente un multiplo medio tra i due moltiplicatori di mercato riferiti entrambi alla Comer Industries S.p.a. e ottenuti con due valutazioni differenti. Il primo multiplo di 8,75 calcolato sulla base della capitalizzazione di mercato di Comer Industries S.p.A. alla data del 28 maggio 2021 e il secondo multiplo di 10,0 fornito da Mediobanca per la stessa Comer e aggiornato all' 11 giugno 2021. Dal calcolo emerge un multiplo medio di 9,38x;
- 2) calcolare il multiplo medio tra il risultato ottenuto nel punto precedente e quanto desumibile dal moltiplicatore EV/EBITDA risultante dall'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Carraro S.p.A.. Dal calcolo emerge un multiplo medio di **9,89x**;

Di seguito si riepiloga il risultato finale della valutazione di WPG Holdco B.V. in applicazione del metodo dei multipli:

VALORE ECONOMICO WPG Holdco B.V. (€/000)

EBITDA normalizzato	42.410
Multiplo	9,89

Totale Enterprise Value **419.435**

PFN al 30 aprile 2021(*) (159.906)

Equity value (valore economico netto) **259.529**

(*) La Posizione Finanziaria Netta al 30 aprile 2021 è stata calcolata per mezzo dei dati comunicati da WPG Holdco B.V. nell'ambito delle attività di due diligence propedeutiche all'operazione. Nello specifico il calcolo comprende il debito bancario al 30 aprile 2021, nettato dalle disponibilità liquide alla stessa data, a cui è stato sommato il debito da ricalcolo IFRS 16 stimato in euro 33.773 migliaia circa e il valore del costo ammortizzato stimato in 4.422 migliaia di euro circa.

A giudizio della scrivente, sulla base delle procedure estimative compiute e in considerazione del possibile andamento della Posizione Finanziaria Netta fino alla data della presente valutazione, il valore economico arrotondato di WPG Holdco B.V. alla data di riferimento del 15 giugno 2021 ammonta, complessivamente, **ad euro 259.000 migliaia.**

Tale valore è stato determinato con riferimento alla data del 15 giugno 2021 sulla base dei dati consuntivi forniti dal *Management* di Comer Industries S.p.A. nell'ambito delle attività di due diligence propedeutiche all'operazione, secondo le metodologie e le prassi prevalenti, attraverso l'applicazione di coefficienti utili a rappresentare,

con un adeguato livello di prudenza, le prospettive aziendali e quelle del mercato in cui opera l'entità oggetto di valutazione.

Reggio Emilia, 30 giugno 2021

Francesco Notari

