

RELAZIONE DI STIMA

DEL VALORE ECONOMICO DEL COMPLESSO AZIENDALE

DI PROPRIETA' DELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

DREHMAG S.R.L.

R.G. 562/2025

MILANO, 11 MAGGIO 2026

INDICE

1. Premessa

- 1.1 Oggetto e finalità dell'incarico
- 1.2 L'attività di valutazione e lo scopo della Relazione di stima
- 1.3 Data di riferimento della valutazione
- 1.4 Documentazione esaminata
- 1.5 Presupposti e limiti dell'incarico

2. La realtà oggetto di valutazione

- 2.1 Il profilo della Società
 - 2.1.1 Informazioni generali
 - 2.1.2 I risultati economici e patrimoniali storici
 - 2.1.3 Il perimetro del compendio aziendale oggetto di valutazione
- 2.2 Il mercato di riferimento

3. Metodi di valutazione: cenni teorici e scelta del metodo

- 3.1 I metodi di valutazione: cenni teorici
- 3.2 La scelta del metodo valutativo adottato

4. La stima del valore economico del compendio aziendale della Società

- 4.1 Il metodo reddituale
 - 4.1.1 Cenni generali
 - 4.1.2 Applicazione del metodo
- 4.2 Il metodo patrimoniale semplice
 - 4.2.1 Cenni generali
 - 4.2.2 Applicazione del metodo

5. Conclusioni

1. Premessa

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il sottoscritto Massimiliano Poppi, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 7048 e nel Registro dei Revisori Legali al n. 148144 ("**Consulente**"), domiciliato ai fini del presente incarico in Milano (20122), Piazza Eleonora Duse n. 2, ha ricevuto dal Dott. Domenico Martiniello ("**Curatore**"), Curatore della Liquidazione Giudiziale di Drehmag S.r.l., con sede legale in Via Mazzini 1 a Senago, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 08927030968, (nel seguito anche la "**Procedura**" o la "**Società**" o "**Drehmag**"), giusta autorizzazione del Giudice Delegato Dott.ssa Caterina Macchi, l'incarico di procedere alla redazione di una relazione di stima ("**Relazione**") avente ad oggetto la determinazione del valore ragionevolmente attribuibile all'intero compendio aziendale di proprietà della Procedura ("**Compendio aziendale**" o "**Compendio**" o "**Complesso aziendale**").

L'incarico prevede che la valutazione sia effettuata, in via prioritaria, nell'ipotesi di cessione unitaria del Complesso aziendale, assumendone la trasferibilità in capo a un generico operatore terzo di mercato e la prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta, pur in presenza dell'attuale inattività operativa del Compendio.

È stato altresì richiesto al Consulente di procedere, qualora non emergesse interesse di mercato per la cessione in blocco, alla stima dei beni in ipotesi di vendita atomistica. Tale seconda valutazione non costituisce oggetto della presente Relazione e sarà, se del caso, effettuata in una successiva fase dei lavori, in accordo con quanto condiviso con il Curatore.

Conformemente al quesito ricevuto, la stima è stata elaborata assumendo, quale presupposto metodologico, la continuità aziendale in capo a un potenziale generico acquirente ed è volta a determinare i benefici economici che il Complesso aziendale, nella sua configurazione attuale ("*as it is*"), può ragionevolmente generare per un operatore di mercato dotato delle competenze tecniche e delle risorse finanziarie idonee a proseguirne l'attività, senza considerare sinergie specifiche, vantaggi particolari o *upside* riconducibili a strategie di rilancio proprie di uno specifico soggetto.

Lo scrivente evidenzia che la presente Relazione è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito "**PIV**") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione ("**OIV**"), nonché in aderenza alle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi a cura del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Le considerazioni esposte nella Relazione devono essere interpretate esclusivamente alla luce delle finalità dell'incarico conferito e non possono essere utilizzate per scopi diversi da quelli per cui la stessa è stata redatta.

1.2 L'attività di valutazione e lo scopo della Relazione di stima

Nello svolgimento del proprio incarico, il Consulente deve giungere a formulare una motivata opinione in materia di valore, avendo riguardo al fatto che il processo di valutazione conduce a una stima, e non alla rilevazione di un dato di fatto.

Il valore risultante costituisce l'esito di un processo logico-tecnico che implica scelte metodologiche e assunzioni valutative, le quali devono risultare coerenti con l'oggetto dell'incarico, con la base informativa disponibile e con il contesto di riferimento.

In aderenza a quanto previsto dai PIV¹, l'opinione di valore cui l'esperto giunge deve essere:

- a) *razionale*, nel senso che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;
- b) *verificabile*, nel senso che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni;
- c) *coerente*, nel senso che l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti, compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto;
- d) *affidabile*, nel senso che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa.

Il Consulente è chiamato, inoltre, a individuare le finalità della valutazione. Infatti, tra le diverse soluzioni metodologiche valutative, deve essere scelta quella che meglio delle altre consente di raggiungere lo scopo della valutazione: ad esempio la determinazione del valore per operazioni di cessione/acquisizione; l'attestazione del valore in occasione di conferimenti in natura; il parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, etc., tenendo conto delle specificità degli elementi oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, la valutazione è finalizzata a individuare un valore di riferimento per la determinazione del prezzo base nell'ambito di una procedura competitiva che verrà promossa dal Curatore per la cessione del Complesso aziendale in blocco (ossia quale entità organizzata e funzionalmente coordinata), assumendo la conservazione della continuità dell'attività in capo al potenziale acquirente (continuità indiretta). I PIV precisano, infatti, che la prospettiva del *going concern* può essere assunta anche quando il soggetto giuridico proprietario si trovi in liquidazione, purché l'entità aziendale oggetto di valutazione conservi una potenziale autonomia funzionale e operativa².

Nel contesto in esame, le alternative teoricamente configurabili sono:

- (i) la prospettiva della continuità aziendale, qualora il Complesso possa essere trasferito conservandone l'unitarietà economico-funzionale;

¹ "PIV - Principi Italiani di Valutazione 2015", Parte prima. La rete concettuale di base (*Conceptual Framework*). Organismo Italiano di Valutazione 2015.

² "La prospettiva del *going concern*, in quanto riferita a una entità aziendale – entità che non necessariamente coincide con il soggetto giuridico al quale l'entità aziendale appartiene – può essere assunta, a fini valutativi, anche nell'ipotesi in cui il soggetto giuridico sia in liquidazione ai sensi di legge, qualora oggetto della valutazione sia un'entità aziendale che possa operare in funzionamento quando 'estrapolata' dal soggetto giuridico in liquidazione cui 'appartiene'" (PIV, III.1.8, Commento).

- (ii) la prospettiva liquidatoria atomistica, da applicare nei casi di cessazione definitiva dell'attività, qualora la vendita separata (a saldo e stralcio) degli asset rappresenti la soluzione economicamente più efficiente.

Poiché l'incarico ricevuto richiede espressamente di procedere, in via prioritaria, alla stima del valore del Complesso aziendale in ipotesi di cessione unitaria, il Consulente ha assunto quale scenario valutativo di riferimento quello della continuità indiretta.

Occorre tuttavia precisare che tale assunzione costituisce una condizione ipotetica di valutazione. Essa non implica alcuna previsione circa l'effettiva realizzazione della continuità, né una garanzia in ordine al prezzo concretamente conseguibile, ma costituisce una valutazione tecnico-estimativa funzionale alla determinazione di un valore di riferimento nell'ambito della procedura competitiva che sarà promossa dalla Curatela.

Ciò in quanto resta ineliminabile il peculiare contesto nel quale la stima si colloca. Il Complesso aziendale appartiene, infatti, alla Procedura di Liquidazione Giudiziale di Drehmag e la sua dismissione avviene nell'ambito di una procedura concorsuale. Anche nell'ipotesi di cessione unitaria di detto Complesso, il processo di vendita si inserisce in un quadro di liquidazione "forzata"³, connotato da: (i) finalità di realizzo dell'attivo a soddisfazione dei creditori; (ii) vincoli temporali e procedurali; (iii) possibile asimmetria negoziale tra parte venditrice (Procedura) e potenziali acquirenti⁴.

Tali elementi sono suscettibili di incidere sulle condizioni di mercato e sui prezzi concretamente conseguibili.

In ragione della fisiologica variabilità dei prezzi concretamente realizzabili nell'ambito di procedure competitive e della possibile incidenza di fattori contingenti (quali il numero e la qualità degli offerenti, le condizioni temporali della vendita e le specifiche dinamiche negoziali), il valore qui determinato, pur riflettendo gli elementi di incertezza sulla base di una loro ragionevole quantificazione, deve intendersi quale base informativa di massima per la Curatela. Quest'ultima dovrà pertanto valutare gli specifici fatti e circostanze che possono consigliare di accettare proposte di prezzo diverse da quella risultante dalla presente Relazione.

1.3 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della Relazione individua il momento temporale al quale devono intendersi riferite le analisi, le valutazioni e, più in generale, l'intero processo estimativo.

Nel caso di specie, si è ritenuto opportuno assumere quale data di riferimento quella di conclusione delle attività inventariali relative al Compendio aziendale ("**Inventario**"), acquisite agli atti della

³ La liquidazione in continuità indiretta costituisce un particolare tipo di liquidazione forzata in cui l'azienda o il ramo d'azienda vengono ceduti in continuità. Il presupposto è che i potenziali acquirenti siano in grado di garantire un miglior uso del business rispetto alla continuità diretta. Cfr. M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, pag. 543.

⁴ I Principi Italiani di Valutazione statuiscono che si è in presenza di una liquidazione forzata quando la prospettiva di vendita corrisponde alla liquidazione nel più breve tempo ragionevolmente possibile senza un adeguato periodo di commercializzazione, con il venditore in condizioni di massima debolezza contrattuale (PIV, III.1.10). Nel commento al PIV I.6.7, viene inoltre specificato: "Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato".

Procedura, in quanto rappresentative del più recente e completo set informativo disponibile, nonché coerenti con le finalità della stima.

Pertanto, la data di riferimento della valutazione è fissata al **14 aprile 2026** ("**Data di Riferimento**"), coincidente con la chiusura delle attività inventariali svolte dall'operatore specializzato incaricato dagli organi della Procedura sotto la supervisione del Curatore.

Tale scelta consente di ancorare la stima a valori patrimoniali espressi in condizioni quanto più possibile attuali e coerenti con la consistenza effettiva dei beni nella prospettiva di continuità indiretta del Complesso aziendale, assicurando altresì omogeneità temporale tra le basi informative utilizzate nell'ambito delle diverse metodologie applicate.

Conseguentemente, le analisi valutative, le assunzioni adottate e gli elementi informativi posti a base del procedimento estimativo sono stati sviluppati con riferimento alla suddetta Data di Riferimento. Alla data di sottoscrizione della presente Relazione, non sono stati segnalati allo scrivente, né sono emersi dall'esame della documentazione disponibile, eventi o circostanze sopravvenute tali da incidere in misura significativa sulle conclusioni raggiunte.

Si evidenzia, infine, che gli ultimi dati contabili disponibili si riferiscono alla situazione al 31 dicembre 2024. Tuttavia, tenuto conto che il Compendio aziendale è rimasto sostanzialmente inattivo nel periodo intercorrente tra tale data e la Data di Riferimento, si ritiene che la mancata disponibilità di dati contabili aggiornati non pregiudichi l'attendibilità complessiva della stima. Ciò anche in considerazione del fatto che le principali poste patrimoniali sono state oggetto di specifica ricognizione e aggiornamento valutativo mediante l'Inventario sopra richiamato, assunto quale primaria base informativa del presente elaborato.

1.4 Documentazione esaminata

Per lo svolgimento del lavoro, il Perito ha ottenuto dal Curatore e analizzato i seguenti documenti e/o informazioni:

- visura camerale aggiornata di Drehmag S.r.l.;
- bilanci di esercizio di Drehmag S.r.l. al 31 dicembre 2020, 31 dicembre 2021 e al 31 dicembre 2022, al 31 dicembre 2023;
- bilancio di verifica di Drehmag S.r.l. al 31 dicembre 2024;
- inventario analitico dei beni componenti il Complesso aziendale di Drehmag S.r.l., chiuso in data 14 aprile 2026, effettuato da un operatore specializzato (SIVAG S.p.A.) autorizzato dagli organi della Procedura ("**Inventario**");
- atto notarile con stipula del contratto di affitto dei rami d'azienda di Drehmag S.r.l.;
- documento denominato "Drehmag - Sistemi di caricamento e Guida della Barra. Relazione produzione - aprile 2025";
- documento denominato "Drehmag - Sistemi di caricamento e Guida della Barra. Relazione a ottobre 2025";

- documento denominato "Valutazione brevetti DREHMAG SRL", redatto da Warrant Hub – Tinextra Group nel giugno 2021;
- documento di presentazione relativo a Drehmag S.r.l.;
- altra documentazione varia, contabile e non, utile ai fini dello svolgimento dell'incarico.

La documentazione sopra citata resta acquisita agli atti del Perito.

I documenti, i dati e gli elementi informativi sopra richiamati sono stati utilizzati ai fini della presente Relazione così come predisposti dal *management* e dalla curatela della Società e comunicati al Perito che, come meglio indicato di seguito, li ha utilizzati senza dar corso ad alcuna verifica indipendente circa la veridicità, correttezza e completezza degli stessi.

Il Perito ha infine effettuato ricerche su banche dati specialistiche e utilizzato dati e informazioni tratte dalle stesse.

1.5 Presupposti e limiti dell'incarico

In merito ai presupposti di svolgimento dell'incarico, si fa rilevare quanto segue.

A) I dati e le informazioni che costituiscono il presupposto quantitativo della presente Relazione ricevuti dal Consulente sono stati assunti sul presupposto della loro completezza, correttezza e accuratezza, così come le informazioni o spiegazioni fornite allo stesso ed utilizzate ai fini della Relazione medesima, e non sono stati sottoposti ad alcuna verifica indipendente.

In particolare, non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui bilanci storici della Società, né verifiche o accertamenti (*due diligence*) circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di qualsiasi natura (fiscale, contrattuale, finanziaria e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia) non riportate nei predetti bilanci.

B) La Relazione non tiene inoltre conto degli effetti derivanti dal possibile verificarsi di eventi di natura straordinaria e di eventi imprevisi e/o imprevedibili, quali ad esempio modifiche regolamentari di settore o variazioni della normativa fiscale. Eventi successivi alla Data di Riferimento della Relazione potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati della valutazione.

C) La valutazione è stata condotta assumendo la prospettiva della cessione unitaria del Complesso aziendale nell'ambito di una procedura di Liquidazione Giudiziale, configurando un'ipotesi di liquidazione in continuità indiretta.

Il valore stimato riflette esclusivamente le condizioni oggettive del Compendio aziendale nella configurazione attuale ("*as it is*"), ossia quale entità organizzata e funzionalmente coordinata, suscettibile di trasferimento unitario, pur nell'ambito di una procedura avente natura liquidatoria e connotata da condizioni non ordinarie di mercato (liquidazione forzata in continuità indiretta).

Si precisa che l'assunzione della permanenza della continuità indiretta costituisce una condizione ipotetica di valutazione. Essa non implica alcuna previsione circa l'effettiva realizzazione della continuità, né un giudizio prognostico sull'esito della procedura di vendita, ma rappresenta esclusivamente il presupposto metodologico richiesto dal quesito.

D) Nella determinazione del valore non sono state considerate sinergie industriali, commerciali o finanziarie potenzialmente conseguibili da specifici acquirenti, né benefici soggettivi riconducibili a particolari strategie di integrazione o rilancio.

Il valore stimato esprime esclusivamente la capacità del Complesso aziendale di generare benefici economici nella sua configurazione attuale, in capo a un generico operatore di mercato, in coerenza con la natura concorsuale del contesto e con l'impostazione di neutralità valutativa adottata.

2. La realtà oggetto di valutazione

2.1 Il profilo della Società

2.1.1 Informazioni generali

Drehmag S.r.l. è stata costituita nel 2015 come *start up innovativa*, operante nello sviluppo e nella produzione di sistemi di centraggio per barre destinati ai torni plurimandrino, caratterizzati da un elevato contenuto tecnologico. Sin dalle fasi iniziali, la Società ha adottato un modello di crescita fortemente orientato all'innovazione, realizzando numerosi brevetti, un ampio patrimonio di disegni industriali e una gamma di prodotti in grado di incrementare significativamente la produttività degli impianti dei clienti.

Nel periodo 2016 – 2020 gli investimenti in ricerca e sviluppo sono cresciuti in modo rilevante, rafforzando il know-how tecnico interno. A partire dal 2020, tuttavia, sono emersi fattori critici che hanno inciso negativamente sull'evoluzione della Società. In particolare, la pandemia da Covid-19 ha determinato una brusca contrazione del mercato di riferimento e l'annullamento delle principali fiere di settore, canale strategico per la presentazione dei prototipi e per lo sviluppo delle prime commesse commerciali, con effetti negativi sulle vendite negli esercizi successivi.

Il modello imprenditoriale, guidato da soci fondatori con prevalente profilo tecnico, ha evidenziato limiti sul piano gestionale e organizzativo, soprattutto nella gestione della fase di crisi. La perdita di commesse strategiche, l'incremento dei costi operativi, anche a seguito della sostituzione di alcuni fornitori critici, e l'assenza di una governance adeguata a fronteggiare il contesto economico avverso hanno determinato un progressivo deterioramento della situazione economico-finanziaria.

Nel biennio 2022 – 2023 la Società ha avviato analisi e trattative finalizzate alla realizzazione di partnership industriali con clienti e potenziali concorrenti, interessati al contenuto innovativo delle soluzioni sviluppate; tuttavia, tali iniziative non si sono tradotte in accordi strutturali e duraturi.

Nel corso del 2024, in un contesto settoriale fortemente negativo, caratterizzato da una brusca contrazione della domanda, in particolare sul mercato interno (le analisi UCIMU⁵ riportano un calo della produzione italiana del 17%), la Società ha tentato di invertire la tendenza mediante l'ingresso di un nuovo soggetto finanziatore, promotore della costituzione di Drehmag International S.r.l. e della sottoscrizione di un contratto di affitto d'azienda tra questa e la Società. Tale operazione non ha

⁵ UCIMU-SISTEMI PER PRODURRE è l'associazione di riferimento dei costruttori italiani di macchine utensili, robot, automazione e prodotti ausiliari. Fondata nel 1945, rappresenta oltre 240 imprese, coprendo circa il 70% della produzione "Made in Italy" del settore, sostenendone l'internazionalizzazione, l'innovazione tecnologica e la competitività globale.

prodotto gli effetti attesi, in quanto l'affittuaria non ha adempiuto agli obblighi contrattuali, omettendo il pagamento dei canoni. Anche l'inserimento di una figura manageriale dedicata non ha consentito un efficace rilancio della gestione.

L'aggravarsi della crisi nel corso del 2024, anche per la concomitante perdita di commesse strategiche, ha infine condotto all'arresto dell'attività produttiva, determinando di fatto la cessazione dell'operatività. Il mancato pagamento delle retribuzioni ha indotto i dipendenti a presentare istanza di Liquidazione Giudiziale; successivamente, il Curatore ha richiesto lo scioglimento anticipato del contratto di affitto d'azienda.

2.1.2 I risultati economici e patrimoniali storici

Riguardo al profilo economico-finanziario di Drehmag, di seguito si riportano i dati patrimoniali ed economici riclassificati della stessa tratti (i) dagli ultimi tre bilanci (relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2021, 31 dicembre 2022 e 31 dicembre 2023), nonché dalla situazione contabile al 31 dicembre 2024), tutti redatti secondo il dettato degli articoli 2423 e seguenti del Codice Civile e sulla base delle integrazioni ed interpretazioni delle norme di legge fornite dai principi contabili emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC).

Si precisa che i bilanci relativi agli esercizi 2021 – 2023 sono stati approvati dall'assemblea dei soci e depositati al Registro Imprese, mentre i dati del 2024 sono tratti da un bilancino di verifica riferito alla data del 31 dicembre 2024.

La tabella che segue riporta i dati riclassificati dello stato patrimoniale in relazione alle suddette annualità:

Drehmag S.r.l.

Stato Patrimoniale riclassificato	*2024	2023	2022	2021
<i>valori in unità di euro</i>				
Immobilizzazioni immateriali	1.919.514	1.919.514	1.739.514	1.502.125
Immobilizzazioni materiali	80.064	65.312	64.279	56.431
Immobilizzazioni finanziarie	0	11.406	9.732	6.232
Capitale immobilizzato	1.999.578	1.996.232	1.813.525	1.564.788
Rimanenze	0	462.085	461.749	383.979
Crediti operativi (clienti)	931.174	174.303	427.304	397.974
Crediti tributari	216.098	96.049	129.715	119.107
Altre attività operative	178.892			
Debiti operativi (fornitori)	(1.278.858)	(1.596.456)	(1.731.263)	(745.939)
Debiti tributari	(182.316)			
Debiti previdenziali	(79.737)			
Altri debiti operativi	(420.886)			
Ratei e risconti attivi	4.693	2.260	5.061	377
Ratei e risconti passivi	(4.983)	(3.296)	(5.274)	(2.785)
Capitale Circolante Netto commerciale	(635.923)	(865.055)	(712.708)	152.713
TFR	(62.186)	(58.855)	(43.810)	(24.266)
Capitale Investito Netto	1.301.469	1.072.322	1.057.007	1.693.235
Capitale sociale	200.000	200.000	200.000	50.000
Riserva legale	14.118	9.022	9.022	9.022
Altre riserve	725.740	628.905	867.060	742.183
Utile/perdita d'esercizio	(1.179.385)	101.933	(238.155)	(125.278)
Utile/perdita portate a nuovo				
Patrimonio netto	(239.527)	939.860	837.927	675.927
Debiti finanziari	1.541.954	182.567	220.706	1.017.895
Disponibilità liquide	(958)	(50.105)	(1.626)	(587)
Posizione finanziaria netta	1.540.996	132.462	219.080	1.017.308
Totale Fonti	1.301.469	1.072.322	1.057.007	1.693.235

* Bilancio di verifica provvisorio

L'analisi storica del profilo patrimoniale della Società evidenzia una prevalenza del capitale immobilizzato (costituito in modo preponderante da immobilizzazioni immateriali) rispetto all'attivo circolante, riflettendo l'intensa attività di sviluppo tecnologico, capitalizzazione dei costi di ricerca e sviluppo e valorizzazione del patrimonio di brevetti e progetti. Riguardo a questi ultimi, si segnala la rivalutazione del valore di alcuni brevetti nel bilancio al 31 dicembre 2020, effettuata ai sensi e per gli effetti dell'art. 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104, convertito nella Legge 13 ottobre 2020, n. 126 (G.U. 13 ottobre 2020, n. 253, S.O. n. 37).

Il capitale circolante netto commerciale risulta strutturalmente negativo a partire dal 2022, e ciò principalmente a causa dell'incidenza dei debiti operativi, in particolare verso fornitori, che ha assunto nell'arco temporale considerato un peso sempre più rilevante, rappresentando una fonte primaria di finanziamento della gestione corrente. Nel 2024 emergono inoltre consistenti debiti tributari e previdenziali, non presenti negli esercizi precedenti, che costituiscono un chiaro indicatore di tensione finanziaria e di difficoltà nel far fronte agli obblighi correnti.

Nel complesso, il capitale circolante netto negativo segnala che la gestione operativa è stata finanziata in misura crescente mediante il ricorso a debiti di natura commerciale e finanziaria, in assenza di adeguate risorse finanziarie proprie.

Il peggioramento dei risultati economici del 2024 ha comportato l'integrale erosione del patrimonio netto, che risulta negativo, con conseguente venir meno della funzione di garanzia nei confronti dei creditori. Parallelamente, si registra un forte incremento dell'indebitamento finanziario e una posizione finanziaria netta fortemente negativa, in assenza di adeguate disponibilità liquide e di flussi di cassa operativi.

La tabella che segue riporta i dati riclassificati del conto economico:

Drehmag S.r.l.

Conto Economico riclassificato	*2024	%	2023	%	2022	%	2021	%
<i>valori in unità di euro</i>								
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	916.039	99%	1.952.671	97%	1.048.032	76%	895.642	81%
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione	-	-	59	-	23.368	2%	(6.448)	-1%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	-	-	-	215.724	16%	146.839	13%
Altri ricavi	7.195	1%	58.023	3%	83.020	6%	65.772	6%
Valore della Produzione	923.234	100%	2.010.753	100%	1.370.144	100%	1.101.805	100%
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	(886.757)	-96%	(1.105.805)	-55%	(852.913)	-62%	(754.552)	-68%
Costi per servizi	(182.449)	-20%	(314.215)	-16%	(304.803)	-22%	(207.044)	-19%
Costi per godimento di beni di terzi	(64.478)	-7%	(47.298)	-2%	(45.065)	-3%	(37.739)	-3%
Oneri diversi di gestione	(35.598)	-4%	(11.092)	-1%	(37.638)	-3%	(7.880)	-1%
Variazioni delle rimanenze	(462.085)	-50%	278	0%	54.402	4%	15.840	1%
Totale costi monetari	(1.631.367)	-177%	(1.478.132)	-74%	(1.186.017)	-87%	(991.375)	-90%
Valore Aggiunto	(708.133)	-77%	532.621	26%	184.127	13%	110.430	10%
Costi per il personale	(435.283)	-47%	(343.665)	-17%	(385.798)	-28%	(246.103)	-22%
EBITDA	(1.143.416)	-124%	188.956	9%	(201.671)	-15%	(135.673)	-12%
<i>EBITDA margin</i>	<i>-125%</i>		<i>10%</i>		<i>-19%</i>		<i>-15%</i>	
Ammortamenti e Svalutazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(1.143.416)	-124%	188.956	9%	(201.671)	-15%	(135.673)	-12%
<i>EBIT margin</i>	<i>-125%</i>		<i>10%</i>		<i>-19%</i>		<i>-15%</i>	
Proventi finanziari	-		2.027	0,1%	468	0,03%	23	0,0%
Oneri finanziari	(35.969)	-4%	(46.984)	-2%	(46.406)	-3%	(35.281)	-3%
Risultato ante imposte	(1.179.385)	-128%	143.999	7%	(247.609)	-18%	(170.931)	-16%
imposte differite e anticipate	-	-	33.666	-2%	10.608	1%	45.653	4%
imposte correnti	-	-	8.096	-0,4%	1.154	-0,1%	-	-
Imposte relative a esercizi precedenti	-	-	304	0,0%	-	-	-	-
Imposte sul reddito	-	-	42.066	-2%	9.454	1%	45.653	4%
Risultato d'esercizio	(1.179.385)	-128%	101.933	5%	(238.155)	-17%	(125.278)	-11%

* Bilancio di verifica provvisorio

L'analisi dei risultati economici relativi al periodo 2021–2024 evidenzia un andamento fortemente disomogeneo. Gli esercizi 2021 e 2022 presentano risultati negativi, riconducibili a una struttura dei costi non ancora sostenuta da adeguati volumi di ricavi e all'elevata incidenza degli investimenti in sviluppo e industrializzazione dei prodotti, come frequentemente riscontrabile in imprese in fase di sviluppo.

L'esercizio 2023 mostra un significativo miglioramento della gestione operativa, con un incremento del valore della produzione, il conseguimento di un EBITDA positivo e il ritorno a un risultato netto positivo, seppur di entità contenuta⁶.

Tuttavia, tale risultato, pur segnando un'inversione di tendenza rispetto alle perdite registrate negli esercizi precedenti, non può essere considerato espressione di un assetto economico soddisfacente o strutturalmente consolidato. I margini conseguiti risultano infatti ancora modesti in rapporto al capitale investito, alla struttura dei costi e al livello di rischio operativo dell'impresa, evidenziando una condizione di persistente sottoperformance rispetto a parametri di equilibrio economico ritenuti fisiologici per un operatore industriale del settore. Il miglioramento registrato nel 2023 appare pertanto riconducibile a un parziale recupero di efficienza e di volumi, ma non tale da configurare il raggiungimento di una piena maturità economica del modello di business.

L'esercizio 2024 evidenzia un drastico peggioramento dei risultati economici: il valore della produzione si riduce in modo rilevante, mentre la struttura dei costi, caratterizzata da una componente fissa significativa, non si adegua proporzionalmente alla contrazione dei ricavi. Particolarmente rilevante risulta l'effetto negativo delle variazioni delle rimanenze, che incide in misura significativa sulla formazione del valore aggiunto, determinandone un saldo negativo. Ne consegue un EBITDA fortemente negativo e una perdita di esercizio di entità rilevante, che segna una netta discontinuità rispetto al miglioramento registrato nell'anno precedente.

Nel complesso, i dati economici confermano il progressivo deterioramento delle condizioni operative dell'impresa e l'emersione, nell'ultimo esercizio, di un quadro gestionale non più sostenibile in assenza di interventi straordinari o di un cambio di assetto proprietario, coerente con la combinazione di calo dei ricavi, incremento dei costi relativi alle materie prime e crescita degli oneri del personale.

2.1.3 Il perimetro del Compendio aziendale oggetto di valutazione

Il Compendio aziendale oggetto della presente valutazione si configura quale insieme organico e funzionalmente integrato di asset strumentali, sia materiali sia immateriali. In tale ambito, assumono rilievo centrale i brevetti e i correlati disegni industriali, i quali rappresentano il principale fattore distintivo e strategico del Complesso, in quanto idonei a costituire una significativa barriera all'ingresso nel settore di riferimento.

A tali componenti si affiancano ulteriori elementi patrimoniali, tra cui beni materiali generici, ricambi, attrezzature e la lista clienti, che, nel loro complesso, risultano funzionali all'esercizio dell'attività in un'ottica di continuità operativa indiretta. Il Compendio risulta, per contro, privo di forza lavoro e non presenta poste debitorie.

⁶ Si rileva che i bilanci analizzati non riportano l'impatto degli ammortamenti. Infatti, in relazione a tutti gli esercizi inclusi nell'orizzonte temporale oggetto di analisi, la Società si è avvalsa della facoltà prevista dall'art. 60, commi da 7-bis a 7-quinquies del D.L. 104/2020, di derogare alle disposizioni dell'art. 2426, comma 1 del Codice civile, con riguardo alla sospensione dello stanziamento a bilancio delle quote di ammortamento del costo delle immobilizzazioni materiali e immateriali.

Più in dettaglio, alla Data di Riferimento, il Compendio aziendale di Drehmag comprende le seguenti categorie di beni, analiticamente individuate nell'Inventario allegato sub **Allegato 1**, redatto dall'operatore specializzato incaricato dalla Procedura:

- beni immateriali, costituiti da:
 - n. 6 brevetti registrati in Italia, di cui n. 2 estesi anche in diversi Paesi Europei. Si precisa che trattasi di sei brevetti effettivamente concessi, mentre il numero complessivo delle domande risulta pari a otto. Le due domande aggiuntive non rappresentano nuovi brevetti, ma costituiscono istanze di deposito della traduzione in italiano di corrispondenti brevetti europei già concessi, finalizzate alla loro nazionalizzazione. Tali istanze generano titoli autonomi dal punto di vista giuridico e amministrativo, in quanto i brevetti europei, una volta concessi, assumono natura di fascio di brevetti nazionali validi nei Paesi interessati. La nazionalizzazione in Italia produce quindi un titolo separato rispetto al brevetto europeo di origine, ragion per cui il testo della traduzione italiana può non coincidere integralmente con la versione depositata nelle lingue ufficiali del brevetto europeo. Resta inteso che ai fini della cessione delle tecnologie della Società il numero dei dispositivi brevettati rilevanti rimane pari a sei, mentre le nazionalizzazioni e le relative istanze rientrano nel perimetro tecnico-giuridico della gestione dei titoli, pur mantenendo autonomia formale.
 - n. 2 marchi di titolarità della Società, di cui si allegano l'estratto (**Allegato 2**). Trattasi, in particolare, dei seguenti titoli:
 - ✓ registrazione Marchio UK figurativo, domanda n. UK00918007995, depositato il 10/01/2019, registrato il 26/06/2019, per le classi 7, 37;
 - ✓ registrazione Marchio figurativo EUIPO, domanda n. 018007995, depositato il 10/01/2019, registrato il 26/06/2019 per le classi 7, 37;
 - lista clienti servita dal Compendio aziendale della Società;
 - i seguenti nomi a dominio, risultanti da una ricerca sulla banca dati Who Is: (i) "drehmag.it"; (ii) "drehmag.com";
- beni materiali strumentali costituiti da (i) macchinari e attrezzature funzionali allo svolgimento delle attività produttive e di montaggio, nonché (ii) beni di natura eterogenea, tra cui ricambi tecnici specificamente correlati ai brevetti - utilizzabili, pertanto, esclusivamente da soggetti autorizzati alla produzione in forza dei relativi titoli di proprietà industriale -, e ricambi meccanici suscettibili, invece, di impiego autonomo in ottica di riutilizzo in ipotesi di continuità operativa indiretta dell'attività del Complesso.

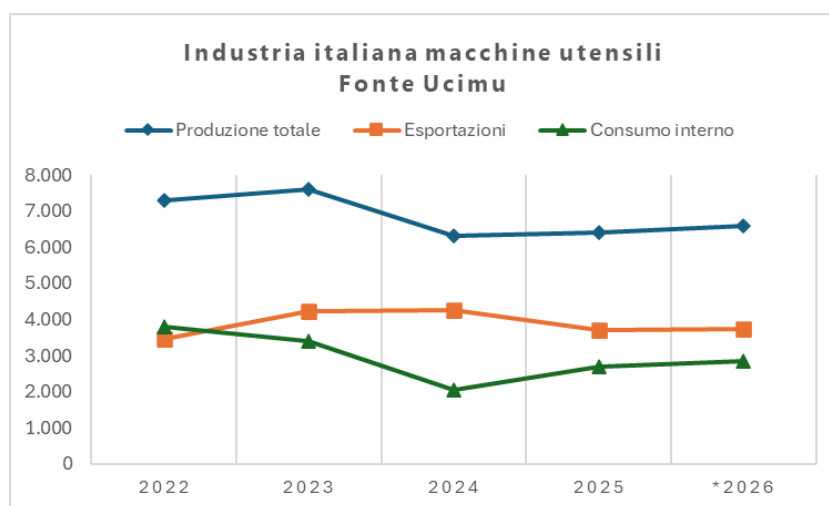
Tale configurazione del perimetro oggetto di analisi costituisce il presupposto logico-metodologico per le valutazioni sviluppate nei paragrafi che seguono.

2.2 Il mercato di riferimento

Considerato che le attrezzature per il caricamento e la gestione delle barre completano le lavorazioni con i torni mono e plurimandrino, si ritiene che il segmento specifico in cui opera Drehmag possa essere ricondotto nel mercato più ampio delle macchine utensili e dell'automazione.

Tale settore ha registrato in Italia (dati UCIMU) una produzione nel 2025 di 6.420 milioni di Euro, in ripresa rispetto al volume del 2024 (crescita dell'1,5%), anno in cui si è registrato un forte calo della produzione rispetto al precedente anno (17% in meno). Le cause del rallentamento sono da ricercarsi nel vero e proprio crollo del mercato domestico (36% di contrazione), solo in parte controbilanciato da una tenuta delle esportazioni.

La tabella che segue illustra l'andamento della produzione totale registrata dal settore nel periodo 2022 – 2025:



Le stime UCIMU prevedono una stabilizzazione ed una crescita costante dei volumi nei prossimi anni, così come riportato dal grafico per i dati provvisori al 2026. Alcune fonti internazionali (CNC Horizontal Machining Centres Market Size 2026-2030|Technavio; Global Automatic Alignment Machines Market 2024-2033|Custom Markets Insights) riportano stime di crescita, con tassi di espansione globali stimati tra il 4% e il 7%. Nei mercati europei, tuttavia, e in particolare nei segmenti altamente specializzati, è prudente adottare previsioni più conservative, orientate verso il margine inferiore dell'intervallo. Si tratta di un mercato di dimensioni contenute ma strategico, sostenuto da una domanda stabile e da un crescente fabbisogno di soluzioni automatizzate, elementi che ne confermano le potenzialità di sviluppo.

Come riferito nei documenti di UCIMU, l'Italia è oggi il quinto produttore mondiale di macchine utensili: ai tradizionali produttori esteri, Germania e Giappone, si aggiungono i nuovi asiatici (Cina e India) e gli Stati Uniti d'America.

Drehmag opera in un comparto estremamente tecnico e con rilevanti barriere all'ingresso, basate soprattutto su brevetti, know how progettuale e specializzazione produttiva: i brevetti ottenuti, le

competenze sviluppate ed i primi prototipi, rappresentano un investimento significativo, necessario a chi volesse entrare in questo segmento.

Gli operatori direttamente comparabili con Drehmag presenti nel mercato italiano ed internazionale risultano essere soltanto tre, ossia: Cucchi BLT (Gruppo Taymac), Bucci Automation S.p.A. e Cucchi Giovanni. E ciò, pur avendo notato un'offerta di prodotti analoghi anche in qualche società estera (vedasi, in particolare, la tedesca Samsys).

La forte dipendenza dalle tecnologie proprietarie e dalla proprietà intellettuale rende il segmento concentrato e difficilmente contendibile da nuovi entranti. Come già avvenuto per alcuni clienti di Drehmag, ci può essere interesse per i costruttori di torni ad integrarsi con attrezzature per il caricamento e la gestione delle barre, acquisendo il know how.

Nonostante le prospettive positive, il biennio 2023 - 2024 ha evidenziato un rallentamento significativo, con una contrazione dei ricavi per i principali concorrenti nazionali e internazionali. Tale dinamica indica una fase congiunturale complessa e conferma l'esigenza di soluzioni tecniche più avanzate e differenzianti in grado di rispondere alle nuove richieste di produttività e flessibilità del settore manifatturiero.

3. Metodi di valutazione: cenni teorici e scelta del metodo

Le presenti note metodologiche⁷ si limitano a ricordare alcuni concetti ritenuti essenziali al fine di comprendere le motivazioni fondanti la scelta del metodo di determinazione del valore della Società.

3.1 I metodi di valutazione: cenni teorici generali

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato una varietà di metodologie di stima che, in sintesi, possono essere ricondotte a quattro fondamentali approcci, in relazione alla tipologia di legame che ciascun approccio instaura tra valore d'impresa e sua variabile determinante.

I quattro approcci in discussione sono:

1. l'approccio basato sui flussi di risultato;
2. l'approccio basato sul concetto di "economic profit";
3. l'approccio comparativo;
4. l'approccio patrimoniale.

Il primo approccio (flussi di risultato) esprime il valore di un'impresa in funzione dei flussi che presumibilmente essa potrà generare. Nell'ambito di questo approccio rientrano il metodo finanziario (*Discounted Cash Flow*) e il metodo reddituale.

Il secondo approccio si basa sull'idea che il valore di un'iniziativa sia formato da due addendi: il valore dei suoi *assets* e quello dei redditi che superano il rendimento normale degli *asset* stessi (*l'economic*

⁷ L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, 2008, Egea, Milano.

profit è appunto la differenza – se positiva – tra reddito ottenuto e reddito normale in rapporto al settore di appartenenza dell'impresa).

Il terzo, invece, è un approccio di carattere empirico: la valutazione viene realizzata per analogia con i prezzi negoziati sul mercato per imprese simili.

Il quarto approccio, infine, è imperniato sulla stima dei singoli *assets* aziendali (tangibili e immateriali) che formano il capitale investito dell'impresa.

Richiamati gli approcci metodologici utilizzabili più comuni nella prassi valutativa, si precisa che in concreto la scelta del metodo valutativo viene fortemente influenzata, oltre che dalle finalità che animano la stima, anche dalle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, nonché dal particolare contesto in cui essa si trova ad operare. In modo più analitico, potremmo indicare come segue tali specifici fattori: (i) caratteristiche dell'azienda da valutare; (ii) particolarità del settore in cui opera; (iii) complessità ed attendibilità prospettica.

Tanto premesso in termini generali, qui di seguito si descrivono le caratteristiche salienti dei principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi.

Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale individua il valore dell'azienda nella sommatoria del valore appositamente rettificato dei singoli elementi attivi e passivi che costituiscono il patrimonio aziendale.

Al patrimonio netto contabile vengono sommate le rettifiche aventi la finalità, da un lato, di esprimere le poste attive e passive secondo corretti principi contabili e, dall'altro, di tradurre le attività in termini di valori correnti con riferimento al momento della valutazione.

In particolare, il valore contabile degli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) viene sottoposto a revisione, al fine di determinare eventuali plusvalenze o minusvalenze latenti, rispetto ai valori contabili, facendo riferimento, a seconda dei casi, ai valori di ricostruzione a nuovo, di sostituzione o ai prezzi di mercato.

Le differenze riscontrate passando dai valori storici a quelli correnti possono dover essere rettificare degli oneri fiscali impliciti, ove si ritenga che tali oneri si rendano dovuti in caso di effettiva dismissione degli elementi del patrimonio.

Un ulteriore ordine di rettifiche a cui viene assoggettato il capitale netto di bilancio consiste nell'attualizzazione del valore dei debiti e crediti che generano interessi attivi o passivi non in linea con i tassi di mercato.

Nell'applicazione dei metodi patrimoniali si assiste anche al tentativo di attribuire un autonomo valore ad alcune essenziali condizioni o fattori della produzione del reddito non incorporate in beni materiali (metodo patrimoniale complesso).

Queste condizioni, o fattori, della produzione sono anche denominati dalla dottrina aziendalistica "risorse intangibili". Ci si riferisce in particolare a quei fattori la cui realizzazione risulta onerosa, non facilmente ottenibile, e senza i quali la formazione del reddito sarebbe gravemente pregiudicata.

Le più note voci di beni immateriali che formano talora oggetto di stima autonoma nelle aziende industriali sono i prodotti, i brevetti di produzione, il *know-how*, il personale, le licenze commerciali, le liste clienti.

Il metodo patrimoniale può essere sintetizzato nella formula seguente: $W = K$, dove W è il valore dell'azienda e K il valore del suo patrimonio inteso come sommatoria degli elementi attivi (A) e passivi (P) del suo patrimonio inclusi gli "*intangible assets*" ($K = \sum A + \sum P$).

Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso economico unitario, in prospettiva generatore di risultati economici. Esso si basa sull'assunto che il valore dell'azienda/ramo d'azienda dipende dalla sua capacità di generare in prospettiva flussi reddituali.

Detto metodo tiene implicitamente conto non solo dei beni materiali che compongono l'azienda ma anche di quegli elementi immateriali (*know-how*, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi commerciali, brevetti, etc.) che contribuiscono, forse ancor più concretamente, al realizzo di risultati economici al di sopra della media.

In base al metodo reddituale il valore del capitale economico di un'azienda/ramo d'azienda è determinato "capitalizzando" o "attualizzando" i redditi attesi: nel primo caso si parla di metodo reddituale semplice (o sintetico), e l'orizzonte temporale di riferimento può avere durata limitata o illimitata; nel secondo di metodo reddituale complesso (o analitico). In entrambi i casi, possono essere seguiti approcci di valutazione di tipo *levered* (o *equity side*) o *unlevered* (o *asset side*).

Per ciò che concerne l'individuazione dei flussi reddituali attesi, è evidente che sarebbe più opportuno procedere alla puntuale attualizzazione dei singoli redditi futuri, piuttosto che capitalizzare un "reddito medio atteso". Tuttavia, considerata la difficoltà di prevedere in maniera attendibile i singoli risultati economici attesi per il futuro, si finisce spesso con l'applicare la formula della capitalizzazione di un reddito medio – normale atteso, determinato proiettando nel futuro la situazione economica aziendale storica e tentando di rappresentare un reddito che mediamente l'impresa sia in grado di produrre in futuro.

I redditi futuri possono essere stimati secondo varie ipotesi: (i) supponendo la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici); (ii) mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili quali ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi di vendita, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali o di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici); (iii) assumendo i risultati economici espressi nei "piani aziendali" per definiti periodi futuri ordinariamente da uno a cinque anni (metodo dei risultati programmati).

Occorre da ultimo osservare che questo tipo di approccio valutativo trae il suo fondamento dal fatto che l'aspetto reddituale è l'essenziale base logica di qualsiasi stima aziendale, poiché il valore dell'investimento nell'azienda appare strettamente legato alla sua capacità di produrre reddito.

I metodi misti

Il metodo patrimoniale misto unisce i principi essenziali dei procedimenti di valutazione patrimoniali e reddituali, in modo da tenere conto sia dell'elemento di obiettività e verificabilità dell'aspetto patrimoniale sia delle attese reddituali, che costituiscono un elemento fondamentale del valore del capitale economico.

Queste metodologie trovano il loro supporto fondamentale nel concetto di avviamento inteso come il maggior costo sostenuto da chi acquista un'azienda funzionante rispetto all'acquisizione di singoli componenti patrimoniali.

Nella pratica, la determinazione dell'avviamento viene sviluppata mediante l'utilizzo del metodo diretto, il quale è rivolto alla individuazione immediata di tale grandezza come elemento autonomo di valutazione.

L'aspetto fondamentale di questo criterio risiede nella concezione che l'avviamento deriva dalla produzione di redditi aziendali superiori (o inferiori) al reddito medio di impresa del settore, ritenuto adeguato rispetto all'attività svolta e considerato soddisfacente per l'imprenditore.

Secondo tale procedimento, il valore corrente del patrimonio, stimato secondo il ricorso a metodi patrimoniali semplici o complessi, rappresenta il valore base dell'azienda. Tale valore viene rettificato qualora il reddito aziendale medio atteso risulti superiore (o inferiore) al rendimento giudicato "normale" per il settore, con riferimento al capitale di rischio di cui beneficia l'azienda. La differenza tra reddito aziendale e rendimento normale (sovrareddito o sottoreddito) viene attualizzata determinando l'avviamento positivo (detto anche *goodwill*) o negativo (detto *badwill*), da sommare al valore del patrimonio rettificato.

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa che essa genererà in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società è pari alla somma di: (i) valore operativo, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (*terminal value* o valore residuo); (ii) valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di cassa operativi prospettici; (iii) consistenza dei debiti esplicitamente onerosi o della liquidità della società alla Data di Riferimento della valutazione.

I flussi di cassa considerati, nella loro formulazione "*unlevered*", sono i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'azienda, al lordo delle componenti finanziarie, mentre nella formulazione "*levered*" i flussi

operativi sono al netto delle componenti finanziarie. Essi rappresentano, quindi, le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori.

Il valore terminale rappresenta il valore operativo della società al termine dell'orizzonte di previsione, ed esprime la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa negli anni successivi al periodo di previsione esplicita.

I flussi individuati nel metodo del *Discounted Cash Flow* sono quelli operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito. Il tasso di attualizzazione deve quindi essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale ($WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital}$).

Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'analisi comparativa di aziende simili a quella oggetto di valutazione. Attraverso tale metodo si determina il valore dell'azienda mediante l'utilizzo di moltiplicatori rivenienti dal rapporto tra il valore che il mercato attribuisce ad aziende comparabili rispetto a quella oggetto di valutazione e grandezze espressive della situazione economico patrimoniale o del business di riferimento.

Tali multipli sono normalmente classificabili in tre macrocategorie: (i) *financial multiples* (o multipli di borsa); (ii) *deal multiples* (relativi a transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili); (iii) *business multiples* (riferiti a grandezze tipiche del settore di riferimento).

I *financial multiples* hanno l'obiettivo di individuare le relazioni esistenti tra il valore di mercato delle imprese (EV – *Enterprise value*) e alcune quantità economiche rilevanti (quali ad esempio fatturato, EBITDA, EBIT). La criticità sta in questo caso nell'individuare i multipli più opportuni oltre al periodo di formazione dei flussi di risultato da utilizzarsi per il loro calcolo. Si possono, infatti, utilizzare multipli "correnti" (confrontando i prezzi di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile), multipli "*trailing*" (confrontando i prezzi di borsa con risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la Data di Riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici), multipli "*leading*" (confrontando i prezzi di borsa con i risultati attesi dagli analisti per gli esercizi successivi).

I *deal multiples* si basano sulle informazioni inerenti a transazioni effettuate su aziende comparabili a quella da valutare. Il principale vantaggio di tale approccio risiede nell'esclusione dal processo valutativo di qualsiasi apprezzamento soggettivo, in quanto la valutazione si basa su puri confronti oggettivi. Viceversa, il principale svantaggio di tale metodo risiede invece nella (non infrequente) carenza di un numero ampio di transazioni comparabili e nella difficoltà di ottenere informazioni complete.

I *business multiples* determinano il prezzo del capitale delle imprese rapportandolo a specifici elementi (driver di valore) che caratterizzano il settore in cui opera l'impresa e che sono in grado di catturare alcune specificità tipiche del business di riferimento dell'azienda oggetto di valutazione. La razionalità di

tali multipli è subordinata, quindi, al fatto che, all'interno del modello di business considerato, i driver individuati rappresentano le effettive condizioni alla base della generazione di risultati futuri.

3.2 Il metodo valutativo impiegato

Come evidenziato in premessa, in esecuzione dell'incarico ricevuto, oggetto della presente Relazione è la stima del valore attribuibile all'intero Compendio patrimoniale di proprietà della Procedura nell'ipotesi di una sua cessione in blocco, assumendo la conservazione della continuità dell'attività.

La valutazione è elaborata nell'ambito della Liquidazione Giudiziale di Drehmag ed è funzionale a disporre di un valore di riferimento per la fissazione del prezzo base d'asta nell'ambito di una procedura competitiva che verrà promossa dal Curatore.

La stima del suddetto valore sconta, quindi, il peculiare contesto nel quale viene resa ed è espressione dei benefici che il Complesso aziendale può fornire ad un generico operatore di mercato in possesso delle competenze tecniche e delle risorse finanziarie per proseguire nella sua gestione, nel presupposto della potenziale continuità aziendale indiretta.

Ciò premesso, considerato quanto illustrato nel precedente paragrafo 3.1, tenuto conto della struttura economico-patrimoniale del Complesso aziendale di Drehmag e dello scopo della Relazione (valutazione di un compendio patrimoniale in blocco all'interno di una Liquidazione Giudiziale), nonché del set informativo disponibile (che non comprende proiezioni economico-finanziarie), lo scrivente ha ritenuto appropriato adottare quale **metodo di riferimento** della stima il **metodo reddituale sintetico (o puro)**, espresso dalla formula della rendita limitata.

Il metodo reddituale in questione è stato declinato nella versione *unlevered*, in coerenza con una struttura del capitale finanziata con soli mezzi propri, mediante la capitalizzazione su un orizzonte temporale ridotto del reddito medio – normalizzato secondo la formula matematica della rendita limitata.

In accordo con quanto stabilito dai principi di valutazione elaborati dalla dottrina e prassi professionale, lo scrivente ha poi provveduto ad integrare la stima mediante **l'applicazione a titolo comparativo e di controllo del metodo patrimoniale semplice**, al fine di verificare la plausibilità dei risultati restituiti dal metodo reddituale.

Considerato che l'oggetto dell'incarico prevede, in una prima fase, l'ipotesi di cessione in blocco del Complesso aziendale, assumendo una potenziale continuità indiretta del Complesso in parola, il metodo patrimoniale è stato applicato a valori correnti nella prospettiva di funzionamento, e non già secondo una logica di realizzo atomistico o di saldo e stralcio.

In tale prospettiva, il metodo patrimoniale esprime il valore del Complesso aziendale quale costo di ricostituzione del capitale investito, coincidente con l'investimento netto che un operatore economico razionale dovrebbe sostenere per costituire *ex novo* una entità aziendale dotata di una struttura patrimoniale, tecnica e funzionale equivalente a quella oggetto di valutazione.

Si precisa che non è stato metodologicamente possibile utilizzare, sia pure a soli fini di controllo, il metodo dei multipli di mercato, a causa della mancanza, a giudizio dello scrivente, di società similari che

si trovano in una situazione ragionevolmente comparabile al Complesso aziendale oggetto di stima (innanzitutto per lo stato di Liquidazione Giudiziale, oltre che per dimensioni e altre variabili qualitative e quantitative connesse alla natura dell'attività esercitata)⁸.

La scelta di impiegare più metodi ha consentito di apprezzare i differenti profili di appetibilità del Compendio aziendale, nonché di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti.

4. La stima del valore economico del compendio patrimoniale della Società

4.1 Il metodo reddituale

4.1.1 Cenni generali

Il metodo reddituale determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Tale criterio è utilizzato nella prassi secondo due configurazioni applicative: la versione *sintetica* e quella *analitica*.

Come più sopra evidenziato, per la determinazione del valore economico del Compendio aziendale di Drehmag si è fatto ricorso al metodo reddituale sintetico. Nella versione sintetica, il criterio reddituale prevede la stima di una figura di reddito medio-normale atteso, determinato come media (aritmetica o ponderata) dei flussi di reddito netto normalizzati giudicati significativi, ed è applicato capitalizzando il reddito medio-normale atteso su un orizzonte temporale che può essere finito o infinito.

Il reddito medio-normale atteso, in genere, è determinato partendo dall'analisi delle *performance* economiche "storiche" e tentando di rappresentare un reddito che l'impresa mediamente sia in grado di produrre in futuro.

Il reddito cui si ricorre in queste ipotesi è sovente il risultato di una media ponderata. Gli elementi che vengono considerati possono essere sia la serie storica di risultati già conseguiti, sia le proiezioni reddituali che risultano dai *budget*. I pesi da utilizzare vengono stabiliti in misura crescente in funzione del realismo e della credibilità dei singoli livelli di reddito ai quali sono assegnati.

⁸ È noto che il metodo dei multipli di mercato, sia nella versione dei multipli di borsa sia in quella dei multipli di transazioni comparabili, concepisce il valore di un'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende simili o comparabili. Data la natura del metodo in questione, risulta quindi particolarmente critica la comparabilità, da un punto di vista dimensionale, operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quella oggetto di valutazione; la significatività dei risultati è, infatti, estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione. Nel contesto delle aziende in crisi, in particolare, va considerato che le transazioni aventi ad oggetto imprese in stato di insolvenza o nell'ambito di procedure concorsuali presentano spesso caratteristiche di "special situation" o di vendita forzata. I prezzi rilevati in tali contesti non sono necessariamente rappresentativi del valore in condizioni ordinarie di mercato e devono essere utilizzati con estrema cautela, distinguendo tra prezzo effettivamente osservato e valore economicamente fondato.

Sulle criticità nell'applicazione del metodo dei multipli di mercato alle aziende in crisi si rimanda a quanto illustrato dai principi di valutazione elaborata dalla prassi professionale di riferimento: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion paper n. 1/25, paragrafo 4.2.4; Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile (CNDCEC) – SIDREA, *Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016, paragrafo 6.7.

Ciò detto in linea generale, nel caso di specie va tenuto conto del fatto che la valutazione del Complesso aziendale di Drehmag è effettuata in un contesto di Liquidazione Giudiziale e in ipotesi di continuità indiretta, per cui si è reso necessario individuare un parametro reddituale idoneo a rappresentare, in termini prudenziali, la potenziale capacità di generazione di reddito di detto Complesso (sia pur) in capo a un generico operatore di mercato.

A tal fine l'analisi dei risultati economici storici ha evidenziato come, ad eccezione dell'esercizio 2023, la Società abbia registrato risultati operativi negativi, riconducibili a una prolungata fase di avviamento e a condizioni gestionali non ancora stabilizzate. Tale circostanza rende metodologicamente non significativo il ricorso a medie storiche, sia aritmetiche sia ponderate, in quanto non rappresentative di una situazione economica normalizzata né della capacità reddituale potenzialmente trasferibile a un acquirente.

Parimenti, non risultano disponibili dati prospettici attendibili, né piani economico-finanziari previsionali. Tale assenza è da ritenersi fisiologica nel contesto di Liquidazione Giudiziale, ove la continuità diretta in capo al debitore non è più ipotizzabile e l'eventuale rilancio dell'attività dipende da scelte strategiche, organizzative e finanziarie che competono al potenziale acquirente, ma che allo stato non sono definite o note allo scrivente, essendo ragionevolmente correlate agli investimenti da sostenersi per il rilancio dell'attività.

In tale quadro, si è ritenuto ragionevole assumere i dati economici dell'esercizio 2023 quale *proxy* della capacità di reddito potenziale raggiunta dal Complesso aziendale, in quanto rappresenta l'unico periodo in cui esso ha espresso un margine operativo lordo (EBITDA) positivo, sia pure non adeguatamente remunerativo del capitale investito, raggiunto al termine di una prolungata fase di *start-up* e immediatamente prima dell'insorgere della crisi che ha condotto alla perdita della continuità aziendale diretta nel corso del 2024. Detto risultato normalizzato, pur non assumendo valore previsionale in senso stretto, costituisce una ragionevole indicazione della capacità reddituale potenziale del Complesso aziendale in condizioni operative ordinarie e con un adeguato assetto gestionale.

Come sarà *infra* illustrato, partendo dall'EBITDA 2023, si è stimato un margine reddituale della gestione operativa al netto di ammortamenti e imposte (c.d. NOPAT), che è stato capitalizzato su un orizzonte temporale limitato, in una prospettiva coerente con il periodo che un potenziale acquirente dovrebbe verosimilmente impiegare per attuare gli interventi di riorganizzazione, integrazione ed efficientamento necessari al ripristino di una stabile capacità di produzione di reddito.

4.1.2 Applicazione del metodo

a) Il reddito operativo netto medio normale atteso (NOPAT)

Come sopra anticipato, per la determinazione del parametro reddituale sono stati assunti a base di riferimento i dati economici dell'esercizio 2023, considerati una *proxy* ragionevole della capacità reddituale effettivamente espressa dal Complesso aziendale in condizioni di operatività ordinaria immediatamente prima della crisi che ha portato alla perdita della continuità diretta nel corso del 2024.

Tale scelta è motivata dal fatto che l'esercizio 2023 rappresenta l'unico periodo in cui la Società ha conseguito un EBITDA positivo, dopo una prolungata fase di *start-up*. Il risultato positivo registrato nel 2023, pur costituendo l'unico riferimento economicamente utilizzabile ai fini della stima in ipotesi di continuità indiretta, non esprime livelli di redditività soddisfacenti né tali da riflettere un assetto gestionale stabilizzato e ottimizzato. I margini operativi conseguiti in detto anno, infatti, risultano ancora contenuti e non coerenti con quelli attesi in condizioni di ordinaria efficienza industriale e commerciale; pertanto, l'assunzione dell'annualità 2023 quale base di riferimento dei risultati attesi non implica una valutazione di adeguatezza strutturale degli stessi, bensì la mera individuazione dell'ultimo esercizio in cui il complesso aziendale ha dimostrato una residua capacità di generare flussi operativi positivi.

Ciò detto, considerato che la Società si è avvalsa della sospensione degli ammortamenti in tutti i bilanci depositati successivamente alla rivalutazione dei brevetti, effettuata nel bilancio 2020 ai sensi di legge (ex art. 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104), il reddito operativo (EBIT) è stato ricostruito partendo dall'EBITDA 2023 e computando un valore medio normalizzato (*adjusted*) degli ammortamenti, stimato al fine di riflettere un livello economicamente sostenibile degli stessi in un'ipotesi di gestione ordinaria del complesso aziendale.

A tal fine si è partiti dall'ultimo valore delle immobilizzazioni risultante dalla situazione contabile al 31 dicembre 2024, prevalentemente costituito da brevetti oggetto di rivalutazione sulla base di metodologie valutative imperniate sullo sviluppo di un business plan 2021 – 2025, giudicato (allora) realizzabile, e lo si è confrontato con il valore ritenuto, allo stato attuale, economicamente sostenibile dalla Società in uno scenario di continuità indiretta (come detto, espresso dalle *performances* reddituali del 2023).

Si è quindi proceduto ad allineare i suddetti valori mediante una svalutazione implicita dei brevetti, calcolata sulla base dello scostamento medio registrato tra i ricavi effettivamente realizzati a consuntivo dalla Società negli anni 2021 – 2024 e i corrispondenti ricavi previsti nel business plan sopra citato. In particolare, quest'ultimo prevedeva due scenari (*best case* e *worst case*); confrontando tali ipotesi con il fatturato effettivamente realizzato, è emerso uno scostamento medio percentuale pari a circa il 48,5%, arrotondato prudenzialmente al 50%. Tale percentuale è stata utilizzata come parametro correttivo per ridimensionare, ai fini della presente stima, il valore dei brevetti iscritto in contabilità e, conseguentemente, il livello degli ammortamenti economicamente sostenibile da assumere nel calcolo del reddito normalizzato, riportandolo a valori coerenti con quelli iscritti nei bilanci ante rivalutazione dei brevetti.

I calcoli effettuati hanno condotto ad un valore medio – normale dell'EBIT pari a Euro 89.295,00, sul quale sono state poi (ri)calcolate le imposte IRES ed IRAP di competenza utilizzando le aliquote nominali attualmente vigenti (24% per l'IRES e 3,90% per l'IRAP).

Ne è scaturito un reddito operativo medio – normale al netto delle imposte (NOPAT) di Euro 64.382,00, come riepilogato nella tabella che segue:

Drehmag - Calcolo del NOPAT

Conto Economico riclassificato	Valori normalizzati
Valore della produzione	2.010.000
Costi operativi esterni	(1.467.040)
Valore aggiunto	542.960
Costi per il personale	(343.665)
EBITDA	199.295
Ammortamenti e accantonamenti	(110.000)
EBIT	89.295
<i>Ebit margin</i>	4,44%
Imposte 27,9%	(24.913)
NOPAT	64.382

Tale reddito medio – normale riflette, come detto, un’ipotesi di stabilità dei ricavi al livello dell’esercizio 2023, quale base ragionevolmente conseguibile in condizioni di continuità indiretta; livello che, pur non esprimendo condizioni di soddisfacente efficienza economica, rappresenta l’ultima evidenza oggettivamente riscontrabile di operatività positiva del Complesso aziendale.

Considerato che la valutazione è effettuata nell’ambito di una procedura di Liquidazione Giudiziale, a titolo conservativo allo stesso (reddito medio) non è stato applicato alcun tasso di crescita prospettico (g), neppure parametrato al tasso di inflazione atteso.

b) Il tasso di interesse

Considerato che il compendio aziendale della Società non presenta indebitamento, il costo opportunità del capitale viene di fatto a coincidere con il costo dei mezzi propri (K_e), in coerenza con una struttura del capitale finanziata con solo equity.

Detto costo del capitale è stato stimato utilizzando il modello CAPM ("*Capital Asset Pricing Model*") sintetizzato dal seguente algoritmo:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f è il rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*)
- $(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium – ERP*)
- β è il coefficiente relativo al rischio "non diversificabile".

Ciò detto, lo scrivente ha determinato i valori attribuiti alle componenti del tasso di interesse come segue:

- il tasso *risk free* è stato determinato sulla base della media dei tassi di rendimento lordi dei BTP quinquennali registrati nelle aste del periodo novembre 2024 – novembre 2025, ossia quelle

disponibili relative ai dodici mesi antecedenti la Data di Riferimento, pari al 2,83% (fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze);

- l'ERP è stato assunto pari al 6%, ovvero pari al premio per il rischio di mercato stimato per l'Italia⁹;
- per la stima del coefficiente Beta *unlevered* è stato assunto il valore medio riferito al settore "Machinery" europeo, pari a 1,03¹⁰;
- è stato considerato un fattore aggiuntivo di rischio correlato alla dimensione della Società. Tale premio dimensionale ("Size Premium") è stato quantificato pari al 3,16% (fonte: Duff&Phelps, 2020);
- è stato inoltre applicato un ulteriore premio aggiuntivo (c.d. *additional risk premium*)¹¹ volto a riflettere il maggior grado di rischio connesso al contesto di Liquidazione Giudiziale in cui versa Drehmag, nel quale le residue prospettive reddituali, sia pur in un'ottica di continuità indiretta, risultano condizionate da fattori di discontinuità operativa, organizzativa e strategica, nonché dall'assenza di un orizzonte gestionale stabilizzato. Nell'ipotesi di liquidazione con continuità indiretta, infatti, l'acquisto del Compendio aziendale può configurarsi, in misura variabile, come un investimento assimilabile a un progetto *ex-novo*, il cui successo dipende dall'intensità degli interventi di integrazione, riorganizzazione e ricostruzione delle condizioni di autonoma redditività. Ne consegue la necessità di riconoscere una remunerazione incrementale del capitale investito, coerente con un approccio valutativo improntato a criteri di prudenza¹². Tale remunerazione addizionale, nel caso di specie, è stata quantificata dallo scrivente pari al 6%, in misura coerente con le *survey* storiche riferite al mercato statunitense ed europeo¹³, tenuto conto altresì del grado di autonomia del Compendio aziendale oggetto di stima, del livello di integrazione richiesto e del rischio di perdita definitiva delle residue opportunità reddituali.

⁹ P. Fernandez, D. Garcia and L. Fernandez Acin, "Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used in 54 countries in 2025", IESE Business School, May 20, 2025;

¹⁰ Dato estratto dal *database* di fonte Stern School of Business e consultabile sul sito "Damodaran online" all'indirizzo web <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, sotto la voce Current Data "Beta, Unlevered beta and other risk measures – Western Europe", January 2026.

¹¹ Tale approccio è coerente con quanto dettato dai Principi Italiani di Valutazione i quali, in presenza di fattori specifici di rischio, suggeriscono di integrare la stima del tasso ottenuta attraverso il CAPM con un *additional risk premium* (cfr. in particolare PIV III.2.3 e PIV III.2.4).

¹² Sotto il profilo concettuale, l'introduzione di tale componente di rischio aggiuntiva trova fondamento nell'analogia con il cosiddetto *hurdle risk*, ampiamente richiamato in letteratura in relazione alla valutazione di progetti di investimento di nuova formazione. In tali fattispecie, il tasso di rendimento richiesto (*hurdle rate*) risulta sistematicamente superiore al costo del capitale, al fine di compensare l'elevata probabilità di insuccesso economico dell'investimento. Sul punto si rinvia a M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, pag. 309 e seguenti.

¹³ Gli *hurdle rate* negli USA sono stati in media negli ultimi trentacinque anni superiori del 6% rispetto al costo del capitale percepito dalle imprese e questo premio per il rischio è risultato relativamente costante nel tempo, non commisurato alla dimensione dell'azienda, né al settore di appartenenza. Verifiche compiute più di recente confermano l'uso di *hurdle rate* superiori al costo del capitale percepito anche da parte di imprese europee. Gli studi da ultimo aggiornati riportano per l'Europa, in relazione ad imprese di dimensioni comparabili con il Compendio patrimoniale oggetto di stima, una misura degli *hurdle rate* del 6% (fonte: <https://aswathdamodaran.substack.com/p/data-update-5-for-2026-risk-and-hurdle>, sotto la voce "Risk and Hurdle Rates", February 5, 2026). Dati recenti riferiti specificatamente all'Italia mostrano una remunerazione addizionale media pari al 4,3% (fonte: costofcapital.org).

In esito ai calcoli effettuati, il tasso di interesse (K_e) utilizzato per la valutazione e determinato rispetto ai parametri sopra specificati, è risultato quindi essere pari al 18,17%, come di seguito indicato:

Drehmag S.r.l. - Calcolo del costo del capitale		
Risk free rate	R_f	2,83%
Equity risk premium	$(R_m - R_f)$	6,00%
Beta factor <i>unlevered</i>		1,03
Size premium		3,16%
Additional risk premium		6,00%
Cost of Capital	(K_e)	18,17%

c) La durata dell'orizzonte temporale

In linea generale, la determinazione dell'orizzonte temporale dipende dalla realtà oggetto di osservazione e dalla sua prevedibile evoluzione nel contesto di riferimento.

Nel caso di aziende in crisi, l'orizzonte temporale da assumere nella stima viene ricondotto a un arco temporale limitato che coincide idealmente con il lasso di tempo necessario ad implementare un percorso di risanamento (che, nel caso di continuità indiretta, sarà verosimilmente attuato dall'eventuale acquirente). In assenza di specifici dati di budget riferiti al Compendio aziendale oggetto di valutazione, la dottrina professionale individua tale orizzonte temporale in un intervallo compreso tra 3 e 5 anni¹⁴.

Alla luce di ciò, data l'assenza di qualsivoglia informativa di natura prospettica, nel caso di specie si è ritenuto congruo assumere un orizzonte temporale pari a 4 anni, ossia corrispondente al valore mediano del *range* sopra indicato, in coerenza con le linee guida valutative elaborate dalla prassi professionale e con i criteri di ragionevolezza e cautela propri della stima.

d) La determinazione del valore del Compendio patrimoniale della Società

Secondo la metodologia reddituale adottata, il valore del Compendio patrimoniale della Società è stato determinato capitalizzando al tasso del 18,17% il reddito operativo medio normale netto (NOPAT) di Euro 64.382,00 su un orizzonte temporale di 4 anni.

I calcoli effettuati hanno restituito un valore del Compendio in parola pari a Euro 172.620,00, come riassunto nella tabella che segue:

Drehmag - Valore economico Compendio aziendale	Euro
Reddito netto medio normale (NOPAT)	64.382
tasso interesse (k_e)	18,17%
durata rendita	4
an/i	2,681
Valore economico	172.620

¹⁴ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile (CNDCEC) – SIDREA, *Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016, paragrafo 7.7.1.

Attraverso l'applicazione della metodologia valutativa reddituale, pertanto, la valutazione del Compendio patrimoniale di Drehmag risulta essere pari a Euro 172.620,00, che qui si arrotondano per difetto a **Euro 170.000,00 (centosettantamila/00)**.

4.2 Il metodo patrimoniale semplice

4.2.1 Cenni generali

Il metodo patrimoniale semplice fonda la stima del valore economico di un complesso aziendale sul valore corrente del patrimonio netto dell'impresa, eventualmente comprensivo anche del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati.

Detto metodo individua quindi il valore di un'azienda/ramo d'azienda nella sommatoria del valore appositamente rettificato dei singoli elementi attivi e passivi che costituiscono il patrimonio aziendale, tradotti in termini di valori correnti con riferimento al momento della valutazione. Le differenze riscontrate passando dai valori storici a quelli correnti possono dover essere rettificate degli oneri fiscali impliciti, ove si ritenga che tali oneri si rendano dovuti in caso di effettiva dismissione degli elementi del patrimonio.

La determinazione del Patrimonio Netto Rettificato, assorbito dallo svolgimento dell'attività, viene effettuata mediante (i) la verifica della consistenza delle poste attive e passive costituenti il compendio aziendale oggetto di valutazione e (ii) la riespressione a valori correnti delle suddette poste, ove il relativo valore contabile non sia stato giudicato congruo in quanto non espressivo di plusvalori e minusvalori latenti.

In sintesi, la metodologia in oggetto può esprimersi attraverso la seguente formula:

$$W = P_n + (R_t - I)$$

dove:

W = valore dell'azienda

P_n = patrimonio netto contabile

R_t = rettifiche del patrimonio netto contabile

I = effetto fiscale implicito nelle rettifiche

Richiamato che l'oggetto dell'incarico prevede, in una prima fase, l'ipotesi di cessione in blocco del Complesso aziendale, assumendo una potenziale continuità indiretta del Complesso medesimo, il metodo patrimoniale è stato qui applicato a valori correnti nella prospettiva di funzionamento, e non già secondo una logica di realizzo atomistico o di saldo e stralcio.

Nella prospettiva della presente Relazione, dunque, il metodo patrimoniale esprime il valore del Complesso aziendale in funzione del capitale economico investito, determinato sulla base del valore corrente degli elementi patrimoniali in una ipotetica prospettiva di funzionamento.

Il valore così ottenuto rappresenta il costo di ricostituzione del Complesso aziendale medesimo *as it is*, ossia l'ammontare dell'investimento netto che un generico operatore di mercato razionale dovrebbe sostenere per costituire *ex novo* un'impresa dotata di una struttura patrimoniale, tecnica e funzionale equivalente a quella oggetto di valutazione.

4.2.2 Applicazione del metodo

Come in precedenza illustrato (cfr. paragrafo 2.1.3), il perimetro del Complesso aziendale oggetto di valutazione coincide con quello risultante alla Data di Riferimento (14 aprile 2026), accertato alla chiusura delle attività inventariali effettuate dall'operatore specializzato SIVAG S.p.A. sotto la supervisione del Curatore.

Il Compendio si caratterizza per la presenza esclusiva di componenti attive, rappresentate da beni materiali e immateriali, inclusi beni di magazzino strettamente funzionali al ciclo produttivo e di assemblaggio, e per l'assenza sia di forza lavoro sia di passività. Tale configurazione risulta, pertanto, coerente con l'applicazione di un approccio di tipo patrimoniale, volto a esprimere il valore del Complesso in ipotesi di trasferimento unitario in continuità aziendale indiretta.

Ai fini della presente analisi, il patrimonio aziendale viene conseguentemente articolato nelle seguenti principali categorie:

- beni immateriali, costituiti da brevetti, lista clienti, marchi e domain name;
- beni materiali quali risultanti dall'elenco stilato da SIVAG S.p.A. e analiticamente indicate nell'**Allegato 1**;

Nel prosieguo si procede, pertanto, all'analisi qualitativa e alla determinazione del valore delle singole componenti patrimoniali, in coerenza con il quadro informativo e con i presupposti valutativi sopra richiamati.

ATTIVITA'

Beni immateriali

Come illustrato nel precedente paragrafo 2.1.3, la voce in oggetto si riferisce a: (i) n. 6 brevetti registrati in Italia, di cui n. 2 registrati anche in diversi Paesi Europei; (ii) la lista clienti; (iii) n. 2 marchi; (iv) i nomi a dominio "drehmag.it" e "drehmag.com".

Le suddette poste configurano, nel loro complesso, il patrimonio immateriale del Complesso aziendale oggetto di valutazione. Tuttavia, in esito alle analisi condotte sulla struttura economico-produttiva della Società e sulle modalità di generazione dei risultati aziendali, si rileva come i brevetti rappresentino l'asset immateriale di carattere dominante, costituendo il principale fattore tecnico e competitivo suscettibile di trasferimento a un potenziale operatore di mercato terzo nell'ipotesi di cessione unitaria del complesso aziendale e di prosecuzione dell'attività in continuità indiretta.

Le ulteriori componenti immateriali sopra richiamate (lista clienti, marchi e domain name), pur presentando una propria utilità economica, assumono natura accessoria e complementare rispetto al nucleo tecnologico rappresentato dai brevetti, risultando prevalentemente funzionali allo sfruttamento economico delle tecnologie brevettate.

Alla luce di tali considerazioni, ai fini della presente Relazione si è ritenuto metodologicamente appropriato stimare il valore delle suddette attività immateriali in forma unitaria, assumendo i brevetti quale principale oggetto di analisi valutativa e, per conseguenza, il contributo economico delle ulteriori componenti immateriali implicitamente ricompreso nel valore attribuito agli stessi.

La scelta metodologica descritta risponde a criteri di prudenza estimativa ed è finalizzata ad evitare il rischio di sovrastime derivanti da autonome valorizzazioni di asset immateriali tra loro economicamente interdipendenti.

Tanto premesso in termini di impostazione metodologica generale, tenuto conto delle metodologie proposte dalla dottrina e prassi professionale, dello scopo della Relazione (valutazione di un compendio patrimoniale in blocco all'interno di una Liquidazione Giudiziale), nonché del set informativo disponibile, ai fini valutativi lo scrivente ha ritenuto appropriato adottare il metodo del **Relief from Royalties**.

Il metodo in questione si fonda sul presupposto controfattuale secondo cui, in assenza della titolarità dei brevetti (i.e.: nel caso di specie degli intangibili complessivi), l'impresa dovrebbe corrispondere a terzi una royalty per il loro utilizzo. Il valore dell'asset è pertanto pari al valore attuale dei flussi di royalties figurative "risparmiate" grazie alla proprietà del diritto.

Ai fini della corretta applicazione del metodo è necessario stimare i seguenti parametri:

- tasso di *royalty*;
- orizzonte di attualizzazione, pari alla vita utile residua stimata (periodo per il quale è prevedibile che il bene continui a produrre benefici economici futuri);
- flussi di *royalties*;
- tasso di attualizzazione dei flussi di *royalties*.

Il valore del bene intangibile ottenuto dall'applicazione della metodologia in questione può essere espresso dalla seguente formula:

$$Fair Value = \sum_{i=1}^n r \cdot S_i \cdot (1 - t) \cdot v^i$$

dove:

r = tasso di *royalty*

S_i = flussi di *royalties*

t = aliquota fiscale

v^i = coefficiente di attualizzazione

n = numero di flussi di *royalties* corrispondente alla vita utile dei brevetti.

Per quanto riguarda la quantificazione dei singoli parametri della formula, le determinazioni adottate sono le seguenti.

➤ **La stima del fatturato (S)**

Per quanto concerne i ricavi assunti a base della commisurazione delle *royalties* figurative, preso atto della indisponibilità di dati economico-finanziari prospettici, si è assunto a riferimento il valore dei ricavi fatti registrare dalla Società nell'anno 2023.

Tale scelta risponde a un'esigenza di omogeneità valutativa rispetto al metodo principale adottato nella presente Relazione (i.e.: metodo reddituale sintetico), nell'ambito del quale l'esercizio 2023 è stato individuato quale *proxy* ragionevole della capacità reddituale potenziale raggiunta dal Complesso aziendale immediatamente prima dell'interruzione della continuità, intervenuta nel corso del 2024.

L'assunzione del medesimo livello di ricavi consente, inoltre, di stimare il valore degli *intangibles* in condizioni di normale operatività, evitando distorsioni derivanti dalla fase patologica della crisi e disallineamenti valutativi tra i diversi approcci, preservando la coerenza interna dell'intero impianto estimativo.

Si precisa, infine, che al livello normalizzato dei ricavi in parola non è stato applicato alcun tasso di crescita prospettico (g), neppure parametrato al (solo) tasso di inflazione atteso. E ciò in ragione del fatto che la valutazione è effettuata nell'ambito di una procedura di Liquidazione Giudiziale, la quale impone l'assunzione di parametri conservativi, evitando la capitalizzazione di aspettative di crescita allo stato non concretamente riscontrabili, sia pur nell'ottica di una possibile prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta.

➤ **Definizione dell'orizzonte temporale (n)**

Anche con riferimento alla definizione dell'orizzonte temporale entro cui attualizzare i flussi di *royalties* figurative, si è ritenuto coerente assumere un periodo di 4 anni, in allineamento con quello adottato in sede di applicazione del metodo reddituale sulla base delle indicazioni fornite dalla dottrina e prassi professionale¹⁵.

Tale scelta risponde a esigenze di: (i) coerenza metodologica interna, evitando disallineamenti temporali tra i diversi approcci valutativi applicati al medesimo Complesso aziendale; (ii) prudenza estimativa, tenuto conto dello stato di crisi e dell'assenza di un piano economico-finanziario formalizzato; (iii) ragionevolezza prospettica, in quanto il periodo di quattro anni è coerente con le indicazioni che la prassi professionale ha fornito per l'individuazione di un lasso temporale necessario alla eventuale stabilizzazione dell'attività in ipotesi di continuità indiretta.

Pur in presenza di una vita giuridica dei brevetti potenzialmente superiore, l'estensione dei flussi oltre tale orizzonte avrebbe comportato l'introduzione di assunzioni prospettiche non adeguatamente dimostrabili, con il rischio di incorporare componenti incrementative non supportate da evidenze oggettive.

¹⁵ Con riferimento alle aziende in crisi, si è già in precedenza illustrato come la dottrina professionale individui normalmente un orizzonte temporale limitato, coincidente con il periodo ragionevolmente necessario per l'implementazione di un percorso di stabilizzazione o risanamento. In assenza di dati previsionali formalizzati o di un piano industriale validato, tale arco temporale viene ricondotto a un intervallo compreso tra 3 e 5 anni.

➤ Determinazione del royalty rate

Le royalties sono state calcolate come percentuale del fatturato atteso dai brevetti oggetto di valutazione.

In linea generale, la determinazione della percentuale di royalty dipende da una pluralità di fattori, tra cui, in particolare, il valore economico dell'intangibile oggetto di tutela, le prassi negoziali del settore di riferimento nonché il contesto di riferimento nel quale si inserisce la stima.

Sotto il profilo metodologico, la quantificazione del tasso di royalty viene frequentemente effettuata mediante il ricorso a banche dati specializzate, al fine di individuare parametri di confronto tratti da operazioni ritenute omogenee. Tuttavia, i database maggiormente diffusi (quali, ad esempio, *RoyaltySource*¹⁶) risultano prevalentemente basati su operazioni che coinvolgono grandi imprese, spesso quotate, e pertanto non appaiono direttamente comparabili con il caso di specie, che riguarda piccole e medie imprese operanti nel contesto italiano.

In considerazione dell'assenza di un database pienamente omogeneo e statisticamente significativo, si è ritenuto appropriato fare riferimento, in prima battuta, alle statistiche disponibili per il settore "Macchinari industriali", dalle quali emerge una royalty media, calcolata secondo il criterio della 25% rule¹⁷, pari al 2,3%, come riportato nella tabella che segue (fonte: *Royalty economicamente sostenibili*, Salvidio & Partners, 2018):

Macchinari industriali

Imprese produttrici di macchinari e componenti industriali, incluse presse, macchine utensili, compressori, apparecchiature per il controllo dell'inquinamento, elevatori, scale mobili, isolatori, pompe, cuscinetti a rulli e altri prodotti metallici.

V	2012	2013	2014	2015	2016	2017	<i>ā</i>
Ebitai/S%	9,3%	8,8%	9,0%	9,0%	9,1%	9,5%	9,1%
25 % Rule	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,3%
P/BVGI	1,7	2,1	2,5	3,0	3,1	3,0	2,6

Al fine di verificare la congruità del saggio di royalty pari al 2,3% individuato dallo studio Salvidio & Partners, è stata poi svolta un'analisi empirica indipendente articolata secondo due distinti scenari di controllo. In entrambi i casi è stato applicato il medesimo approccio metodologico, fondato sull'applicazione della c.d. 25% rule all'EBITDA margin delle imprese comparabili, variando esclusivamente la base informativa utilizzata per l'individuazione del campione di riferimento (*peer group*).

¹⁶ RoyaltySource è un database che contiene informazioni su accordi commerciali rintracciati sia tramite rassegna stampa o altre fonti mediatiche, sia all'interno dei contratti depositati da società quotate statunitensi presso la SEC.

¹⁷ Criterio ampiamente richiamato nella prassi valutativa internazionale quale regola empirica di ripartizione del profitto economico tra licenziante e licenziatario. Cfr., per tutti, R. Goldscheider, J. Jarosz, C. Mulhern, "Use of the 25 Per Cent Rule in Valuing IP", Les Nouvelles, December 2002.

La regola è stata dunque applicata ai margini EBITDA rilevati nei campioni di imprese selezionati nelle analisi di confronto, consentendo di ancorare la stima a evidenze empiriche riferite a operatori economici effettivamente attivi nel mercato di riferimento.

A) In una prima ipotesi di verifica, il campione di imprese comparabili è stato selezionato autonomamente mediante il database Orbis – Moody's, individuando le società italiane operanti con il medesimo codice di attività economica di Drehmag. L'indagine ha restituito un campione di circa 800 imprese, per le quali sono stati esaminati i più recenti bilanci disponibili, riferiti all'esercizio 2024.

Per ciascuna impresa è stato determinato l'EBITDA *margin* ed è stata applicata la *25% rule*, assumendo l'EBITDA quale *proxy* del risultato operativo. Tale impostazione appare coerente con la specifica cornice valutativa delle procedure di Liquidazione Giudiziale, nelle quali – nell'eventuale prospettiva di una continuità indiretta dell'attività – gli investimenti necessari al mantenimento e al rinnovo delle immobilizzazioni materiali e immateriali sono sostenuti dal soggetto acquirente e non dall'entità in liquidazione. In tale contesto l'EBITDA rappresenta pertanto una metrica idonea a esprimere la capacità reddituale potenzialmente attribuibile all'utilizzo dei beni immateriali oggetto di stima.

L'elaborazione del campione così individuato ha restituito un saggio di royalty medio pari al 3,0% e una mediana pari al 2,4%. In ragione dell'ampiezza della popolazione analizzata, la mediana è stata ritenuta la misura più rappresentativa del valore centrale della distribuzione, in quanto meno influenzata da eventuali valori estremi (*outlier*).

B) In una seconda ipotesi di verifica, mantenendo invariato il procedimento di calcolo sopra descritto, l'analisi è stata invece condotta assumendo come base di riferimento il *peer* di imprese indicato dalla Società, composto da tre operatori individuati dalla stessa quali diretti competitor e ritenuti maggiormente rappresentativi del proprio effettivo posizionamento competitivo e delle caratteristiche economiche del mercato di riferimento¹⁸.

L'applicazione del medesimo metodo di calcolo a tale campione più ristretto ha restituito un saggio di royalty medio pari a circa l'1,7%.

C) Le verifiche svolte evidenziano, da un lato, una sostanziale convergenza tra la mediana risultante dall'analisi condotta sul campione esteso tratto dal database Orbis (2,4%) e il valore settoriale storico individuato dallo studio Salvidio & Partners (2,3%), circostanza che fornisce un riscontro indipendente circa la plausibilità dell'ordine di grandezza originariamente stimato. Dall'altro lato, l'analisi condotta con riferimento ai diretti competitor della Società evidenzia livelli di redditività inferiori rispetto a quelli emergenti dal campione più ampio, con conseguente riduzione del saggio di royalty stimato.

Alla luce di tali elementi, ai fini della presente valutazione si è ritenuto opportuno assumere quale parametro di riferimento il valore pari all'1,7%, risultante dall'analisi condotta sul *peer* indicato dalla Società. Tale scelta appare giustificata sia dalla maggiore rappresentatività del campione rispetto alla specifica realtà competitiva in cui opera l'impresa, sia dall'esigenza di adottare un approccio valutativo improntato a criteri di prudenza, particolarmente appropriati nel contesto di una procedura di Liquidazione Giudiziale. L'adozione di tale parametro consente pertanto di ancorare la stima a dati (*i.e.*:

¹⁸ In particolare, il *peer* in questione è composto dai seguenti soggetti Bucci Automations S.p.A.; Cucchi BTL S.r.l.; Cucchi Giovanni e c. S.r.l.

modelli di business e strutture economiche) più direttamente riferibili ai principali operatori comparabili, riducendo al contempo il rischio di una sopravvalutazione del valore economico dei beni immateriali oggetto di analisi.

In ragione di ciò, nelle successive elaborazioni valutative il saggio di royalty utilizzato è stato assunto pari all'1,7%.

➤ **Tasso di attualizzazione (costo del capitale)**

Riguardo al tasso di attualizzazione, lo scrivente ha fatto riferimento al medesimo tasso utilizzato nell'ambito dell'applicazione del metodo reddituale, al quale si rimanda per maggiori dettagli, in coerenza con una struttura del capitale del Complesso aziendale finanziata con solo equity.

In particolare, detto tasso è pari al 18,17% ed è stato determinato sulla base dei seguenti parametri:

Drehmag S.r.l. - Calcolo del costo del capitale		
Risk free rate	Rf	2,83%
Equity risk premium	(Rm - Rf)	6,00%
Beta factor <i>unlevered</i>		1,03
Size premium		3,16%
Additional risk premium		6,00%
Cost of Capital	(K_e)	18,17%

* * *

In relazione a tutto quanto precede, il valore economico dei Brevetti (e delle risorse intangibili nel loro complesso), è stato calcolato sulla base di un flusso di royalties costanti dell'1,7%, attualizzate al tasso di interesse del 18,17% lungo un orizzonte temporale di 4 anni.

La tabella che segue riporta lo sviluppo dei flussi e il dettaglio dei calcoli effettuati:

Drehmag - Applicazione metodo del Relief from Royalty

Conto economico		2026	2027	2028	2029
€/migliaia					
Ricavi		2.010.000	2.010.000	2.010.000	2.010.000
Tasso di royalty		1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Flussi di royalties lordi		34.212,0	34.212,0	34.212,0	34.212,0
Imposte	27,90%	(9.545,2)	(9.545,2)	(9.545,2)	(9.545,2)
Risparmi di royalties post imposte		24.666,9	24.666,9	24.666,9	24.666,9
Tasso di interesse (costo del capitale)	18,17%				
Fattore di attualizzazione		0,85	0,72	0,61	0,51
Risparmi di royalties post imposte attualizzati		20.874,1	17.664,4	14.948,3	12.649,8
Valore economico Brevetti		66.137			

Attraverso l'applicazione del metodo del Relief from Royalties, pertanto, la valutazione dei Brevetti (*i.e.*: nel caso di specie degli intangibili complessivi), risulta essere pari a Euro 66.137,00, che qui si arrotondano per difetto a **Euro 66.000,00**.

Beni materiali

Con riferimento ai beni materiali, già qualificati, sotto il profilo compositivo e funzionale, nel precedente paragrafo 2.1.3, si evidenzia che gli stessi comprendono (i) macchinari e attrezzature destinati allo svolgimento delle attività produttive e di montaggio, nonché (ii) beni di natura eterogenea, tra cui ricambi tecnici specificamente correlati ai brevetti e, pertanto, utilizzabili esclusivamente nell'ambito dell'esercizio dei relativi diritti di proprietà industriale, oltre a ricambi meccanici suscettibili di utilizzo autonomo.

Ai fini della presente stima, il Consulente dà atto di aver ricevuto dal Curatore un inventario analitico e dettagliato dei beni in parola, predisposto da un operatore specializzato (SIVAG S.p.A.), dotato di comprovata esperienza nell'ambito di incarichi analoghi. Tale elaborato è stato oggetto di esame critico e di approfondimento congiunto con il medesimo operatore, con particolare riferimento alla composizione dei cespiti, alle principali caratteristiche identificative nonché al relativo stato d'uso e di conservazione, oltre che ai criteri estimativi adottati e alle connesse risultanze valutative.

All'esito delle suddette attività istruttorie e valutative, e tenuto conto dei criteri estimativi adottati, ritenuti coerenti con la natura dei beni e con il contesto della Procedura, il Consulente ritiene ragionevole fare propria la valorizzazione complessiva espressa dall'operatore, confermandola in **Euro 100.000,00**.

Tale valore deve intendersi riferito unitariamente all'insieme dei beni materiali e risulta formulato nel presupposto della cessione unitaria del Complesso aziendale, in ipotesi di continuità aziendale indiretta dello stesso in capo ad un potenziale generico acquirente.

* * *

Da quanto sopra esposto, sulla base delle valutazioni operate, lo scrivente è giunto alla determinazione del valore patrimoniale del Complesso aziendale di Drehmag S.r.l. come segue:

Drehmag - metodo patrimoniale

Compendio aziendale - Attività	Euro
Beni Immateriali (Intangibles)	66.000
Beni Materiali	100.000
Totale	166.000

Attraverso l'applicazione della metodologia valutativa patrimoniale semplice, pertanto, la valutazione del Complesso aziendale di Drehmag S.r.l. risulta essere pari a **Euro 166.000,00 (centosessantaseimila/00)**.

5. Conclusioni

Con riferimento alla natura e alla finalità dell'incarico ricevuto, sulla base della documentazione di riferimento, delle informazioni aggiuntive ricevute e dei criteri metodologici illustrati nella presente Relazione, si è proceduto alla stima del valore attribuibile all'intero Compendio patrimoniale di proprietà della Procedura nell'ipotesi di una sua cessione in blocco, quale complesso organizzato e funzionalmente coordinato, assumendo la prosecuzione dell'attività in capo ad un potenziale soggetto terzo acquirente (continuità indiretta).

La valutazione è stata elaborata nell'ambito della Liquidazione Giudiziale di Drehmag ed è funzionale a disporre di un valore di riferimento per la fissazione del prezzo base d'asta nell'ambito di una procedura competitiva che verrà promossa dalla Curatela.

La presente stima non costituisce previsione circa l'effettiva realizzabilità della continuità aziendale, né garanzia in ordine al prezzo che potrà essere concretamente conseguito, rappresentando esclusivamente una valutazione tecnico-estimativa funzionale alle esigenze della Procedura.

Ai fini della determinazione del valore del Complesso aziendale, il Consulente ha adottato: (i) il metodo reddituale sintetico, individuato quale metodologia principale di riferimento, che ha condotto ad un valore pari a Euro 170.000,00; (ii) il metodo patrimoniale semplice, applicato con finalità di controllo e riscontro, che ha condotto ad un valore pari a Euro 166.000,00.

L'applicazione del metodo patrimoniale ha fornito risultati coerenti con quelli derivanti dal metodo reddituale, confermando la ragionevolezza e la congruità della valorizzazione effettuata con il metodo principale.

Alla luce di quanto sopra, il Consulente ha ritenuto rilevante ai fini del presente incarico il valore riveniente dalla valutazione condotta con il metodo reddituale sintetico, pari a **Euro 170.000,00 (Euro centosettantamila/00)**.

Tale valore, come più volte precisato nella Relazione, rimane inevitabilmente soggetto all'incertezza insita nella stima del prezzo realizzabile dalla Curatela in sede d'asta, per cui esso non può che costituire un riferimento orientativo da assumere come base informativa di massima.

Milano, 11 maggio 2026

Il Consulente del Curatore della Liquidazione Giudiziale di Drehmag S.r.l.

Dott. Massimiliano Poppi

Allegati

- 1) Verbale di Inventario ex art. 195 CCII;
- 2) Estratto dei marchi di titolarità di Drehmag S.r.l..