PERIZIA DI STIMA EX ART. 2343 c.c. DEL RAMO AZIENDALE

Agritalia

ai fini del conferimento in

Carraro SpA

da parte di

Agritalia SpA

BZM BUTTIGNON ZOTTI MILAN & CO.

Prof. Fabio Buttignon

Novembre 2009

RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343 c.c.

Il sottoscritto Fabio Buttignon, nato a Belluno il 6 novembre 1959, codice fiscale BTT FBA 59S06 A757W, professore ordinario di economia aziendale presso l'Università degli studi di Padova, dottore commercialista e revisore contabile, è stato incaricato dall'Ill.mo Giudice designato del Tribunale di Padova, dott. Giovanni G. Amenduni, con decreto del 23.04.2009 (Allegato A), di redigere la relazione di stima, prevista dall'art. 2343 c.c., del conferimento del ramo aziendale, quale sarà di seguito descritto ed identificato, che la società Agritalia SpA intende effettuare nella società Carraro SpA.

Sommario

1 Oggetto e finalità dell'incarico 4
2 La disciplina vigente in tema di conferimenti aziendali 5
3 Svolgimento dell'incarico 6
3.1 Data di riferimento della valutazione 6
3.2 Documenti esaminati 6
4 Il contesto della valutazione 8
5 Il ramo d'azienda oggetto di conferimento e i soggetti interessati 10
5.1 Il profilo del Gruppo Carraro 10
5.2 Il progetto di conferimento 13
5.2.1 Il profilo del ramo d'azienda 13
5.2.2 Il modello di business del ramo d'azienda 14
5.2.3 Il mercato di riferimento 17
5.2.4 La normativa sulle emissioni 21
5.2.5 Il contratto di affitto d'azienda con Carraro SpA 22
5.2.6 I risultati economico finanziari 23
5.3 Piano di sviluppo del ramo d'azienda 27
6 I metodi di valutazione e la loro scelta 29
6.1 I metodi di valutazione delle aziende 29
6.2 I metodi di valutazione adottati nel caso di specie 31
6.3 Perimetro del progetto di conferimento 33
7 Il valore economico del ramo d'azienda oggetto di conferimento 35
7.1 Il valore patrimoniale 35
7.1.1 Valore degli immobili 36
7.1.2 Altri beni conferiti 39
7.1.3 TFR 46
7.1.4 Aspetti fiscali del conferimento e riflessi valutativi 40
7.1.5 Sintesi del valore patrimoniale 41
7.2 Il valore d'uso del complesso funzionante 41
7.2.1 I dati economico-patrimoniali del ramo d'azienda 42
7.2.2 Il capitale investito netto al 30.06.2009 46
7.2.3 Il costo del capitale 47
7.2.4 Sintesi del valore d'uso 49
8 Sintesi del valore del ramo d'azienda oggetto di conferimento 53
9 Allegati 56

1 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

L'incarico ha lo scopo di identificare, descrivere e valutare i complessi di beni organizzati costituenti il ramo di azienda che **Agritalia SpA** (di seguito anche "Agritalia" o "la Società"), con sede legale in Piazzetta Sartori 18, 35100 Padova (PD), capitale sociale: € 120.000,00 interamente versati, iscritta alla Sezione Ordinaria del Registro delle Imprese di Padova al n. 00241210293, R.E.A. 384261

(di seguito anche "conferente")

intende conferire nella società **Carraro SpA**, con sede legale in Via Olmo 37, 35011 Campodarsego (PD), capitale sociale: € 21.840.000,00 interamente versati, iscritta alla Sezione Ordinaria del Registro delle Imprese di Padova al n. 00202040283, R.E.A. 84033

(di seguito anche "conferitaria").

Il conferimento si caratterizza come operazione fra parti correlate ai sensi dell'art. 2, lett. h), del Regolamento Emittenti e del principio contabile internazionale IAS 24, in quanto Agritalia SpA e Carraro SpA sono soggette entrambe al controllo di Finaid SpA, holding finanziaria del Gruppo Carraro (di seguito anche "il Gruppo"). Finaid SpA controlla il 100% di Agritalia SpA e il 54,25% di Carraro SpA.

2 LA DISCIPLINA VIGENTE IN TEMA DI CONFERIMENTI AZIENDALI

In base a quanto disposto dall'art. 2343 c.c., *"chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare una relazione giurata di un esperto designato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società"*. Tale perizia giurata deve contenere:

- la descrizione dei beni o dei crediti oggetto di conferimento;
- l'indicazione dei criteri di valutazione adottati;
- l'attestazione che il valore attribuito ai beni e ai crediti oggetto di conferimento non è inferiore al valore nominale, eventualmente aumentato del sovrapprezzo, delle azioni emesse dalle società conferitarie a fronte del conferimento.

Il principio ispiratore della disposizione è quello di tutelare le parti coinvolte nell'operazione di conferimento, esprimendo un valore congruo (*fair value*) nell'interesse dei soci e dei creditori della conferitaria, nonché dei soci della conferente. Nel caso di specie, tra i soci della conferitaria si collocano anche azionisti di mercato, alla luce del fatto che dal 27.12.1995 Carraro SpA è società quotata sul Mercato Telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA, con un flottante pari al 36,27% del capitale.

La valutazione di conferimento, fondata sul presupposto della continuità aziendale, deve essere pertanto improntata a scelte metodologiche quanto più possibile oggettive, razionali, motivate logicamente, ma anche ispirate all'imprescindibile principio di prudenza, avendo a mente che la "prudenza non costituisce un fine di per sé, ma un vincolo entro il quale raffigurare la sostanza"[1].

[1] Guatri L., Bini M., 2003 *Impairment*, Il valore potenziale controllabile, Università Bocconi Editore, Milano.

3 SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

3.1 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della stima del valore attribuito al ramo d'azienda oggetto di conferimento è il 30.06.2009. A tale data, infatti, si riferiscono i valori economico-patrimoniali consuntivi, da cui prende spunto la determinazione del valore.

La raccolta degli elementi qualitativi e quantitativi utili all'elaborazione della stima e alla definizione del giudizio di valore è avvenuta nel corso del periodo settembre – ottobre 2009.

Il presente documento è stato redatto in novembre 2009.

3.2 Documenti esaminati

Il sottoscritto ha acquisito tutta la documentazione e gli elaborati contabili ed extra-contabili necessari per l'espletamento dell'incarico, effettuando sopralluoghi e controlli, anche tramite i propri collaboratori e ottenendo informazioni e delucidazioni dalle diverse funzioni aziendali di volta in volta interpellate.

Per l'espletamento dell'incarico di cui alla presente perizia, è stata esaminata documentazione pubblica e gestionale interna.

In particolare, le principali fonti analizzate possono essere riepilogate come segue:

- Bilanci Carraro SpA, consolidati e di esercizio, al 31.12.2005, 31.12.2006, 31.12.2007 e al 31.12.2008 e relazione finanziaria semestrale al 30.06.09;
- Bilanci Agritalia SpA al 31.12.2005, al 31.12.2006, 31.12.2007, 31.12.2008;
- Prospetti contabili di Agritalia SpA al 30.06.2009;
- Situazione patrimoniale di conferimento al 30.06.2009;
- Prospetti contabili pro-forma relativi a Divisione Agritalia al 31.12.2005, 31.12.2006, 31.12.2007, 31.12.2008 e al 30.06.2009;
- *Business report* di Divisione Agritalia del Gruppo Carraro che fa capo a Divisione Agritalia;
- Forecast 2009 di Divisione Agritalia;

- Proiezioni economico-patrimoniali di dettaglio elaborate dal Management per il periodo 2010-2012 che saranno sottoposte all'approvazione del Consiglio di Amministrazione;
- Copia del contratto di affitto sottoscritto fra Agritalia SpA e Carraro SpA il 31.03.2005;
- Parere in merito alla determinazione del canone di affitto e del valore potenziale di fine affitto dell'azienda Agritalia SpA del 20.03.2005 (Prof. M. Reboa);
- Parere in merito alle variazioni da apportare al canone annuo di affitto nell'ipotesi di subentro di Carraro SpA in un contratto di *leasing* intestato a Agritalia SpA del 18.12.2006 (Prof. M. Reboa);
- Copia di scrittura privata di cessione di un contratto di *leasing* tra Agritalia SpA e Carraro SpA sottoscritto in data 16.01.2007;
- Parere in merito all'operazione di acquisizione da parte di Carraro SpA del ramo di azienda Agritalia SpA del 15.12.2007 (Prof. M. Reboa);
- Perizia immobiliare PRAXI (maggio 2009);
- Estratto del verbale del CdA di Carraro SpA del 20.03.2009;
- Proroga del contratto di affitto d'azienda (fino al 1.04.2009) del 25.03.2008;
- Modifica del contratto di affitto d'azienda del 26.03.2009 con proroga del contratto fino al 29.03.2010;
- Copia dei "*Supply Agreement*" stipulati fra Carraro SpA e AGCO Corporation e John Deere;
- Documento "Linee strategiche e Piano Triennale" redatto da Value Partners SpA in data 14.10.2009.

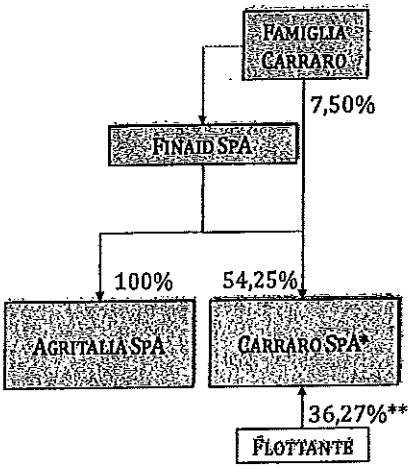
Oltre a ciò, sono state utilizzate le informazioni raccolte nel corso degli incontri con il Management e il personale della Società.

Per la derivazione dei parametri valutativi si è ricorsi all'utilizzo di Bloomberg e, in generale, dei report di analisti e dei bilanci delle società comparabili.

4 IL CONTESTO DELLA VALUTAZIONE

Agritalia SpA è una società avente quale oggetto sociale, tra l'altro, la produzione e commercializzazione di trattori agricoli, e dei relativi ricambi commerciali per tali trattori. La società è oggi controllata al 100% da Finaid SpA, holding finanziaria della famiglia Carraro. La Capogruppo controlla anche Carraro SpA con una quota del 54,25%. La famiglia Carraro, oltre a partecipare indirettamente al Capitale di Carraro SpA attraverso la finanziaria, ha una partecipazione diretta del 7,50% (Carraro Mario 4,53%, Carraro Francesco 2,97%). Carraro SpA detiene anche una quota pari all'1,97% del capitale tramite azioni proprie. La restante percentuale del capitale sociale di Carraro SpA, ad oggi pari al 36,27%, è scambiata a partire dal 27.12.1995 sul Mercato Telematico azionario di Borsa Italiana SpA.

Figura 4.1 - La struttura del Gruppo al 27.10.2009 (Dati Consob)



* Azioni proprie 1,97%.

** Dal 26.04.2007 il 2,013% del capitale è detenuto da Bipiemme Gestioni SGR SpA.

Nel corso del 2005 la Società ha deciso di affidare a Carraro SpA, sulla base di un contratto di affitto d'azienda, il ramo d'azienda che attualmente costituisce la Divisione Agritalia. Tale Divisione, quale *business unit* Carraro, è specializzata nel *design* e nella produzione di trattori standard da vigneto e da frutteto (con potenza compresa tra i 50 e i 100 Hp), per i principali produttori mondiali di macchine agricole e a marchio proprio (Agriplus). Tra i punti di forza di Divisione Agritalia, che insieme concorrono a formare il valore aggiunto del prodotto fornito, si annoverano: le competenze di progettazione (a

seguito di un percorso di apprendimento pluriennale) e le competenze di produzione (in particolare, di *sourcing* e assemblaggio), fondate su soluzioni tecniche ed organizzative di elevato livello, che coniugano elevata flessibilità con la capacità di garantire grandi volumi e il rispetto dell'identità dei singoli marchi.

In prossimità dello scadere del contratto di affitto, Carraro SpA ha giudicato di importanza strategica controllare direttamente tale ramo e i consigli di amministrazione di Agritalia SpA e di Carraro SpA hanno valutato che l'operazione più opportuna per procedere all'integrazione tra le due realtà è quella del conferimento di ramo d'azienda. L'operazione di conferimento sarà sottoposta ad approvazione da parte del consiglio di amministrazione di Carraro SpA convocato per il giorno 12.11.2009. La presente valutazione è stata richiesta, pertanto, per la stima del valore economico del ramo d'azienda di Agritalia SpA da conferire in Carraro SpA.

L'operazione si inserisce in un più ampio progetto di riorganizzazione di Carraro, volto ad adeguare l'attuale struttura societaria del Gruppo a un nuovo modello di gestione e controllo, che prevede la separazione delle quattro aree di *business* in cui il Gruppo Carraro opera attualmente in altrettante *business unit*: Drivelines, Gear and Components, Power Controls e Divisione Agritalia. Tale assetto strategico-organizzativo è volto a favorire una chiara distinzione tra le attività di indirizzo strategico e controllo complessivo di pertinenza di Carraro e le attività di gestione operativa a cura delle Divisioni focalizzate sulle specifiche aree di *business*.

Dal punto di vista strategico, il conferimento del ramo d'azienda Agritalia darà la possibilità di ottimizzare le sinergie sul prodotto e sul canale di vendita. Nel perimetro di Carraro SpA, Divisione Agritalia (cui fa capo il ramo d'azienda Agritalia, finora in affitto) ricopre, infatti, un ruolo fondamentale quale *driver* di sviluppo e redditività del Gruppo, assorbendo una quota rilevante del valore della produzione di trasmissioni del Gruppo. Importante risulta anche l'effetto sinergico generato con la divisione Drivelines, con la quale Agritalia condivide il processo di progettazione delle diverse commesse. La rilevanza strategica per il Gruppo si esplicita anche nel contributo al consolidamento dei rapporti a lungo termine con alcuni tra i *leader* mondiali nella produzione di trattori. La posizione di Divisione Agritalia nella filiera produttiva consente, infatti, contatti frequenti con gli utilizzatori finali, concessionari, filiali commerciali e strutture *marketing* dei clienti OEM, sviluppando un patrimonio relazionale critico per l'intero Gruppo.

5 IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO E I SOGGETTI INTERESSATI

5.1 Il profilo del Gruppo Carraro

Il Gruppo Carraro opera a livello internazionale nel comparto della meccanica in quattro specifiche aree di *business*: "Drivelines", "Gear and Components", "Power Controls" e "Vehicles" (c.d. Divisione Agritalia). In particolare:

- la *business unit* "Drivelines", che rappresenta il *core business* del Gruppo, si concentra sulla produzione e commercializzazione di assali e sistemi di trasmissione integrati per applicazioni su strada e fuoristrada. I beni prodotti sono classificabili in tre tipologie – assali, trasmissioni, riduttori – e sono destinati a trovare impiego come componenti per la produzione di macchine agricole, macchine movimento terra, carrelli elevatori, veicoli commerciali leggeri, automobili, applicazioni stazionarie (come ascensori o scale mobili). Le *legal entities* che operano nella *business unit* coordinate dalla sede principale di Campodarsego (Pd) corrispondono a otto stabilimenti produttivi situati in Italia, Argentina, Germania, Polonia, India e Cina. I dati consuntivi del 2008 evidenziano un fatturato complessivo verso parti esterne al Gruppo Carraro pari a € 636 mln, con un incremento del 6,15% rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente. Il primo semestre 2009 ha evidenziato un'eccezionale contrazione dei principali settori di riferimento: la *business unit* "Drivelines" è risultata la più colpita dalla crisi finanziaria, il fatturato verso terzi si è infatti ridotto, rispetto al primo semestre 2008, del 53% passando da € 343 mln a € 160 mln;

- la *business unit* "Gear and Components", nata a metà del 2007 per creare un gruppo industriale nell'ingranaggeria e nella componentistica, gestisce i prodotti del Gruppo relativi a componenti, quali ingranaggi, assemblati, stampati e variatori di fase. Tali prodotti trovano utilizzo in diversi ambiti tra cui: sistemi di trasmissione per i veicoli movimento terra, sistemi di trasmissione dei generatori eolici, applicazioni ferroviarie, *automotive*, *material handling*, elettroutensili professionali, strumenti per giardinaggio. I dati consuntivi 2008 evidenziano un fatturato verso terzi pari a € 162 mln, con un ragguardevole incremento (+77%) rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a € 91 mln. Nei primi sei mesi del 2009, in conseguenza della crisi dei mercati dei clienti di riferimento e delle conseguenti

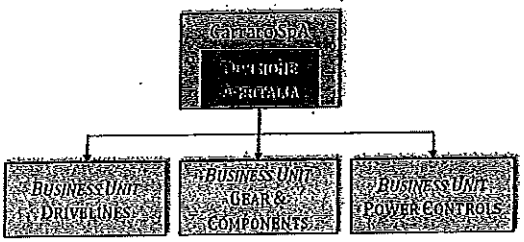
politiche di de-stoccaggio, il fatturato verso parti esterne al Gruppo si è attestato a € 45 mln, riducendosi del 47,73% rispetto all'analogo periodo 2008;

- la *business unit* "Power Controls" si focalizza sullo sviluppo e produzione di soluzioni per il controllo della trasmissione di potenza, applicabili ai sistemi di trasmissione e a nuovi ambiti applicativi. In particolare, il Gruppo è specializzato nella realizzazione di *inverter* (convertitori statici di potenza) per l'automazione industriale, per la conversione dell'energia solare ed eolica e per la trazione ibrida e elettrica. Tale *unit* è retta dalla *sub-holding* operativa Elettronica Santerno SpA, società con sede a Imola specializzata nella realizzazione di *inverter*. I dati consuntivi 2008 mostrano un fatturato a terzi pari a € 63 mln, con un forte incremento (+110%) rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a € 30 mln. Il primo semestre 2009 è stato caratterizzato da un forte calo del fatturato verso terzi (-53%) che è passato da € 32 mln al 30.06.2008 a € 15 mln. Tale risultato negativo è da imputarsi, principalmente, alla limitazione delle agevolazioni statali nel mercato spagnolo e nel mercato italiano con un primo trimestre in sostanziale blocco;

- la *business unit* Agritalia, che raccoglie l'eredità storica dei prodotti Carraro, si occupa della progettazione e realizzazione, per conto proprio e di terzi, di macchine agricole suddivisibili in diverse tipologie: standard, per frutteti e per vigneti. Tale unità di *business* si rivolge ai principali costruttori mondiali di trattori agricoli, quali John Deere, AGCO (Massey Ferguson, Valtra, Challenger) e Claas. I dati consuntivi 2008 evidenziano un fatturato di vendite verso terzi pari a € 105 mln, con un incremento del 12% rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a € 93 mln. Il fatturato relativo ai primi sei mesi del 2009 si è attestato a € 36 mln registrando rispetto ai € 52 mln dell'esercizio precedente un decremento del 30%.

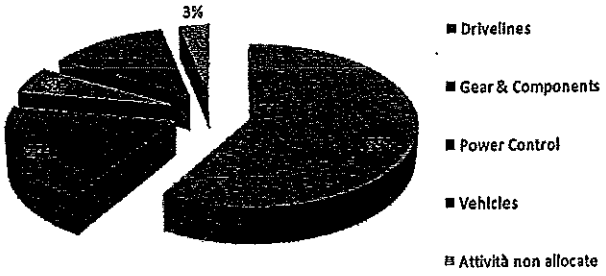
La Figura di seguito illustra la struttura societaria del Gruppo Carraro al 30.06.2009. Mentre le *business unit* "Drivelines", "Gear and Components" e "Power Controls" sono presidiate da *sub-holding* operative, Divisione Agritalia è gestita direttamente con un contratto di affitto d'azienda dalla capogruppo Carraro SpA.

Figura 5.1 - Struttura societaria del Gruppo Carraro al 30.06.2009



La Figura di seguito, evidenzia la ripartizione del fatturato relativo ai primi sei mesi del 2009 per singola *business unit.*

Figura 5.2 - Ripartizione del fatturato 1H 2009 verso terzi per singola business unit



Il Gruppo conta attualmente diciassette stabilimenti, di cui nove in Italia, due in Cina, due in India, uno negli Stati Uniti, uno in Argentina, uno in Germania e uno in Polonia. I centri di ricerca sono sei, di cui tre in Italia, uno in Argentina, uno in Germania e uno in India. Il personale del Gruppo Carraro ha raggiunto il picco massimo di addetti (4.537 unità) al 31.07.2008. Nel corso degli ultimi mesi del 2008 e nella prima metà del 2009, la struttura organizzativa è stata ridimensionata, per un numero di addetti in carico al 30.06.2009, compresi contratti a termine, apprendisti e contratti interinali, pari a 3.690 unità.

5.2 Il progetto di conferimento

5.2.1 Il profilo del ramo d'azienda

Agritalia SpA è titolare di un'azienda per l'esercizio delle attività di sviluppo, assemblaggio e distribuzione di trattori agricoli, nonché di distribuzione dei ricambi commerciali per tali trattori.

Agritalia SpA è nata nel 1978 a seguito della decisione strategica di Carraro SpA di trasferire l'attività di produzione di trattori e macchine agricole a Rovigo e di concentrarsi sul *core business* dello sviluppo e produzione di sistemi di trazione e componenti per il settore agricolo e movimento terra.

L'attività dello stabilimento di Rovigo consisteva, inizialmente, nella sola produzione di macchine agricole, quali seminatrici, frese ed erpici. Successivamente, all'inizio degli anni '80, è iniziata la produzione di trattori a marchio Carraro (il logo con i "3 cavallini"), a seguito della completa cessazione di tale processo da parte di Carraro SpA.

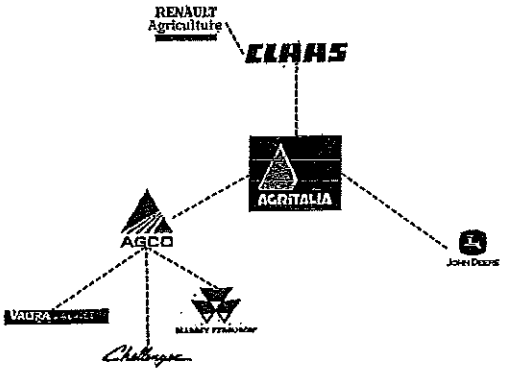
Con queste premesse, l'azienda si affaccia sul mercato internazionale, diventando in breve tempo produttore di trattori speciali per conto di altri costruttori. Nel 1987 è stato stipulato un accordo con Renault Agriculture, che prevedeva la produzione a Rovigo di trattori con il marchio Renault, in aggiunta al marchio Carraro. La collaborazione con Renault Agriculture (società acquisita nel 2003 da Claas), tuttora in corso, è focalizzata sulla produzione di trattori con potenza compresa tra i 50 e gli 85 Hp. Verso la fine degli anni '80, come ulteriore conferma della competenza e professionalità raggiunte, Agritalia ha stipulato un contratto con Case IH (oggi parte del gruppo CNH, Case New Holland), un nuovo importante *partner* commerciale (collaborazione non più in corso). Sempre nello stesso periodo, Carraro SpA ha trasferito in Agritalia anche l'attività di assemblaggio delle trasmissioni agricole tipo 506, componente determinante per la gamma di trattori prodotti a Rovigo.

Negli anni '90, Agritalia è cresciuta in dimensioni e capacità produttiva; lo stabilimento è stato rinnovato e i flussi logistico-produttivi adeguati per far fronte all'esigenza di volumi sempre maggiori. Tra il 1997 e il 1998 sono stati siglati nuovi importanti accordi commerciali con altri due primari costruttori di trattori: l'americana John Deere e la finlandese Valtra (società acquisita nel 2004 da AGCO).

Nei primi anni del Duemila la Società ha conseguito la certificazione di qualità ISO9001. Nel 2005 e 2006 sono stati siglati ulteriori contratti con la tedesca Claas (2005) e con AGCO per i *brand* Massey Ferguson e Challenger (2006).

La Figura di seguito illustra gli attuali principali clienti OEM di Divisione Agritalia SpA.

Figura 5.3 - Clienti OEM di Divisione Agritalia



Attualmente il ramo d'azienda si concentra sulla produzione di trattori speciali, conto terzi e con proprio marchio (Agriplus), nella classe di potenza 50-100 Hp. Tali trattori si differenziano, per caratteristiche tecniche e dimensioni, dai grandi mezzi agricoli prodotti dagli OEM citati. Si tratta di mezzi leggeri, identificati con la sigla inglese LDV, Light Duty Vehicles, utilizzati in presenza di specifiche condizioni di struttura di terreni. In particolare, sono impiegati nei vigneti e frutteti, ma anche in coltivazione in serra, o in ogni caso in cui sia necessaria una particolare flessibilità e manovrabilità del mezzo. Tali tipologie costituiscono, per i grandi produttori, un modello importante per il completamento della gamma di offerta, la cui progettazione e produzione interna non risulta conveniente rispetto alla scelta dell'*outsourcing* a produttori specializzati, quali Divisione Agritalia.

L'azienda opera, inoltre, nel settore della ricambistica, fornendo ricambi a Carraro Drive Tech SpA, sub holding della *business unit* "Drivelines". Carraro Drive Tech, infatti, è la società che si occupa della distribuzione dei ricambi per il Gruppo e in particolare per i prodotti di Divisione Agritalia.

5.2.2 Il modello di business del ramo d'azienda

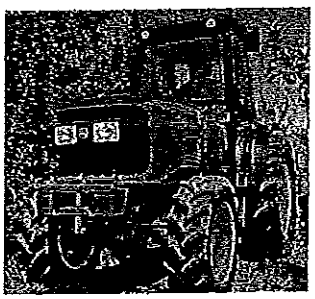
Divisione Agritalia gestisce ogni commessa a stretto contatto con il cliente, coinvolgendone direttamente il personale tecnico nella progettazione. Tale fase si

estende, tipicamente, per un arco temporale esteso, che comprende la realizzazione di prototipi e che, quasi sempre, evolve nella produzione in linea del nuovo modello progettato.

La fase di progettazione, essendo uno stadio che richiede un forte *know-how* su diversi filoni tecnici, rappresenta un'importante opportunità per far confluire assieme le competenze tecnologiche del Gruppo, con la possibilità di far leva sulle componenti assali e trasmissioni, fulcro della macchina. Si stima che circa il 30% della produzione di un trattore Agritalia derivi da collaborazioni infragruppo. La Divisione vanta un *team* di ingegneri che lavorano trasversalmente sui diversi progetti e che contribuiscono ad ideare e innovare i prodotti in stretta collaborazione con gli *staff* tecnici dei clienti, per rispondere tempestivamente alle esigenze del mercato, anticipandone, talvolta, le linee di innovazione tecnologica. Per tale via, le sperimentazioni sui prototipi di trattori consentono anche alle altre divisioni del Gruppo Carraro di godere di una finestra privilegiata di osservazione sulle dinamiche del mercato.

Figura 5.4 - Trattore Agriplus

Figura 5.5 - John Deere - Frutteto



I trattori Agritalia sono noti per l'elevata manovrabilità, la robustezza dei materiali utilizzati e la forte versatilità, che ne permette l'utilizzo in diversi campi.

Il particolare sistema di trasmissione al ponte anteriore permette di abbassare notevolmente il baricentro del trattore per utilizzi specifici dove questa caratteristica diventa essenziale (come ad esempio in frutteti molto bassi).

Anche nella progettazione dell'abitacolo è posta notevole cura per permettere alle persone di lavorare in condizioni ideali in ogni stagione dell'anno e, utilizzando particolari filtri, di eseguire, in piena sicurezza, i trattamenti specifici alle colture.

Tra le componenti del *know-how* distintivo dell'azienda si colloca la capacità di progettare e realizzare assali con angoli di sterzo sempre minori che consentono un

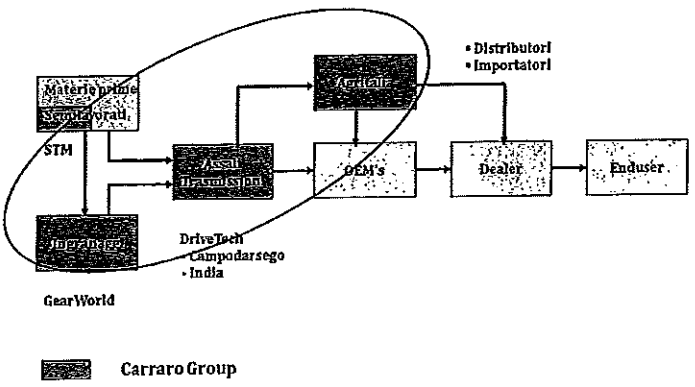
deciso miglioramento della maneggevolezza, che contribuisce a migliorare l'operatività del trattore rendendolo idoneo anche a muoversi in porzioni di terreno molto ristrette, come possono essere serre o filari di frutteti o vigneti.

Divisione Agritalia commercializza, anche, trattori a marchio proprio (Agriplus), attraverso la rete di vendita di Antonio Carraro SpA. Nell'ottobre 2006 Carraro SpA ha, infatti, siglato un accordo commerciale con questa società, per la distribuzione di trattori agricoli della gamma "Carraro Agriplus" nella fascia di potenza dai 55 ai 93 Hp. In particolare, la licenza di distribuzione riguarda i Paesi in cui la rete commerciale di Antonio Carraro SpA è radicata da diversi anni, quali Europa occidentale (inclusa l'Italia), Bulgaria, Croazia, Macedonia, Serbia, Svizzera, Sud America e Australia.

Il posizionamento strategico di Divisione Agritalia è evidenziato nella Figura 5.6. I punti di forza del ramo d'azienda sono sintetizzabili nella forte flessibilità produttiva, nella prossimità geografica con il mercato di sbocco, nella consolidata immagine aziendale come produttore indipendente, nella forte capacità di gestire il rapporto con più case produttrici, nella disponibilità di assali e trasmissioni Carraro e nella garanzia di continuità nello sviluppo della tecnologia.

Gli elementi di rischio derivano dall'operare nel mercato come Contract Developer/Manufacturer per pochi clienti OEM su prodotti di nicchia con una forte concentrazione nel portafoglio commesse.

5.6 - Il posizionamento di Divisione Agritalia nel mercato[2]



[2] Fonte: documento interno.

I fattori critici di successo della Divisione sono la competenza nella progettazione, realizzazione e padronanza degli *skills* di gestione, unita alla puntualità nella consegna e alla qualità di assemblaggio e velocità di *troubleshooting*.

Divisione Agritalia ha creato, inoltre, nel 2008, una struttura di *service* al cliente, mettendo a disposizione un *team* di assistenza tecnica post vendita.

Il servizio dei ricambi di Divisione Agritalia è gestito da Carraro Drive Tech SpA in modo sinergico con le altre strutture del Gruppo. Ciò consente, da un lato, a Divisione Agritalia di rifornire i propri clienti in modo tempestivo ed efficace e, dall'altro, al Gruppo Carraro nel suo complesso di mantenere un diretto contatto con i clienti di Divisione Agritalia, a tutto beneficio della percezione dei clienti sulla qualità del prodotto/servizio fornito dal Gruppo.

In parallelo al tradizionale servizio ricambi, si sta sviluppando un nuovo evoluto sistema di *e-business* che porterà alla pubblicazione del catalogo ricambi *online*, con la possibilità di consultazione e di ordinazione dei medesimi. Ciò si affiancherà all'attuale servizio post-vendita, con lo scopo di rendere sempre più flessibile ed efficace la risposta ai clienti.

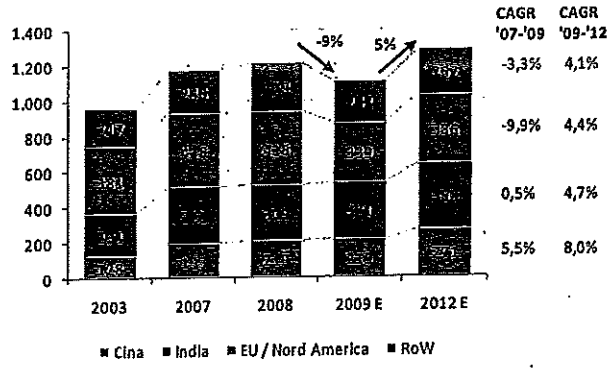
5.2.3 Il mercato di riferimento[3]

Il mercato dei trattori è un comparto ad alta concentrazione, dominato principalmente da *player* globali come AGCO, John Deere e CNH; tali operatori hanno fortemente risentito della crisi a causa del drastico rallentamento dei mercati USA e UE. Il grafico seguente evidenzia i principali *trend* mondiali di vendita dei trattori. Il crollo del mercato, che ha fortemente rallentato il 2009 (-9% rispetto al dato 2008), non ha però interessato i mercati indiano e cinese, i quali, rispettivamente, hanno registrato un CAGR 2007-2009 pari a 0,5% e 5,5%. Il baricentro del mercato dei trattori, in particolare di quelli a bassa potenza, si sta infatti gradualmente spostando verso tali Paesi; in particolare, i grandi OEM tradizionali del settore vi si rivolgono sia per l'*outsourcing* delle componenti *driveline* sia per costituire *joint venture* o per effettuare investimenti diretti. Le previsioni per il futuro sono però ottimistiche, non solo per il mercato inteso nel suo complesso, che è infatti atteso registrare un CAGR 2009-2012 positivo e pari al

[3] Fonte: dati interni.

5%, ma anche per quelli europeo e nordamericano, per i quali le aspettative, pur se lievemente inferiori, sono di crescita (il medesimo tasso risulta pari al 4,4%).

5.7 –Principali trend nel mercato dei trattori [migliaia di veicoli venduti percento]



La dimensione del mercato europeo dei trattori è quantificabile in circa 70 mila trattori/anno suddivisi tra mezzi per vigneto e frutteto (mercato di riferimento di Divisione Agritalia, che conta 20.000 unità) o mezzi standard che possono essere di peso inferiore alle 3 tonnelate, c.d. *lightweight*, (25.000 unità) o di peso superiore (25.000 unità).

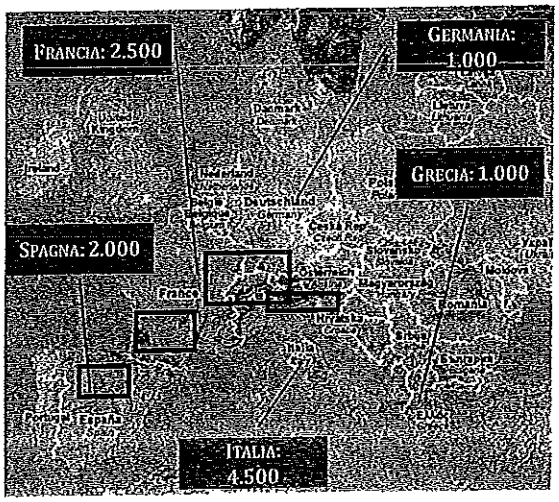
Il mercato di riferimento del ramo d'azienda è quello dei trattori speciali di potenza compresa tra i 50 e i 100 Hp.

Il settore risulta caratterizzato da un alto grado di concentrazione: i primi tre gruppi societari detengono una quota pari al 69% ca. dell'intero mercato. La quota maggiore in Europa è, come mostra la Figura seguente, quella del gruppo Case New Holland (CNH) con il 30%, segue con il 20% SAME Deutz-Fahr e con il 19% AGCO.

Figura 5.8 - Market size Europa classe 50-100 Hp

La Figura sottostante illustra la diffusione geografica del mercato specialistico di riferimento per Divisione Agritalia. Le zone delimitate da un rettangolo rosso, evidenziano le *target area* per applicazioni CVT (*continuously variable transmission*), particolare sistema impiegato per le macchine di Divisione Agritalia e tipico in macchine agricole e movimento terra, ma anche di trattori da giardino. Le zone in oggetto sono: Bordeaux, Champagne, Alsazia, Valle del Reno, Ribera del Duero e Alpi. I primi cinque mercati europei sono l'Italia, con circa 4.500 unità l'anno, la Francia con 2.500, la Spagna, la Germania e la Grecia.

Figura 5.9 - Focus sul mercato CVT in Europa (unità/anno)



In particolare, considerando la composizione di questi cinque mercati, nettamente prevalenti appaiono i volumi di vendita di mezzi per "Frutteto" (79% del totale dei cinque Stati), rispetto al 21% sul totale dei trattori per "Vigneto".

Figura 5.10 - Distribuzione volumi vigneto/frutteto nei top 5 market europei (2008)

N. trattori	Italia	Francia	Spagna	Germania	Grecia	TOT	%
Frutteto	3.860	1.605	2.015	395	605	8.480	79%
Vigneto	518	805	181	500	205	2.209	21%
TOT	4.378	2.410	2.196	895	810	10.689	

Nel settore macchine "Vigneto", il primo produttore europeo è Claas con trattori di Divisione Agritalia; la Società vanta, dunque, considerando anche il marchio John Deere (JD), una *market share* del 45%. La distribuzione geografica dei volumi è nettamente concentrata in Grecia (40%) e Spagna (26%).

Figura 5.11 - Market share (%) 2008 – Vigneto

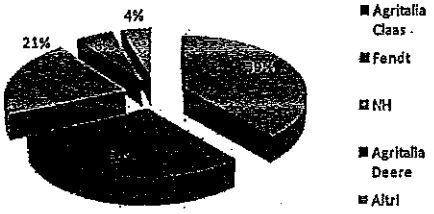
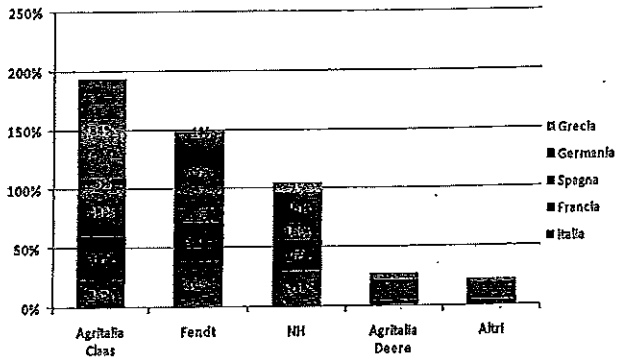


Figura 5.12 - Market share 2008 – Vigneto



Nel settore trattori per "Frutteto" il primo produttore è Same (Gruppo SAME Deutz-Fahr). I trattori di Divisione Agritalia hanno, in questo comparto, una quota di mercato minore della precedente, e pari circa al 14% con mezzi Massey Ferguson, John Deere e Claas. L'indotto è sviluppato, in particolar modo, in Germania, Francia e Grecia.

Figura 5.13 - Market share (%) 2008 – Frutteto

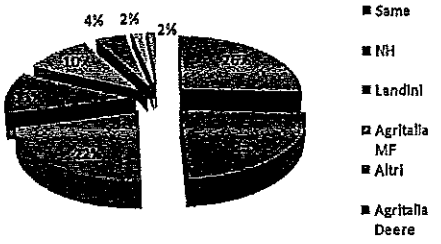
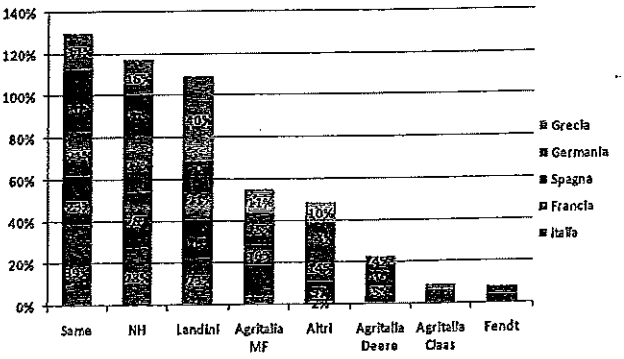


Figura 5.14 - Market share 2008 – Frutteto



Nel corso del 2009 l'intero comparto ha subito, in Europa, una flessione attorno al 14%, decisamente più accentuata nel segmento di riferimento di Agritalia (frutteto/vigneto e lightweight) che è diminuito, in volume, del 40% anche per effetto delle nuove normative in tema di emissioni che impongono la sostituzione dei motori Tier II con quelli Tier III.

Per il triennio 2010-2012 gli analisti si attendono una modesta ripresa delle vendite, compresa fra l'11% e il 14%, che sarà più marcata per il segmento *lightweight* (fino a +15% entro il 2012). Queste prospettive di recupero sono legate al mutamento strutturale che sta interessando il mercato di sbocco e allo spostamento della domanda

verso prodotti maggiormente standardizzati. La crescita attesa dei volumi sarà comunque sostenuta dagli obbligatori aggiornamenti alla normativa Tier III.

5.2.4 La normativa sulle emissioni

In questo ultimo decennio, le agenzie governative di tutto il mondo hanno iniziato a emanare leggi sempre più severe in materia di emissioni di motori di veicoli fuori strada. Questi, infatti, contribuiscono in misura significativa al mancato raggiungimento degli obiettivi previsti per l'ozono e/o il monossido di carbonio. L'Agenzia per la Protezione Ambientale degli Stati Uniti (EPA) e la sua controparte europea hanno quindi proceduto a sviluppare degli standard per la maggior parte delle categorie di questi motori.

I primi standard per i nuovi motori fuori strada con potenza superiore ai 37 kW (50 Hp) sono stati introdotti gradualmente negli Stati Uniti tra il 1996 e il 1999 (EPA Tier 1). I primi standard europei per i motori fuori strada (Stage I) sono stati introdotti nel 1999. In seguito, i vari enti hanno fissato standard progressivamente più severi, come il Tier 2/Stage II e il Tier 3/Stage III A, che sono previsti entrare in vigore per tutte le macchine nei prossimi anni[4]. L'applicazione delle normative Tier 3/Stage IIIA è stata introdotta a partire dal 2007 per i motori con potenza fino a 37 kW (50 Hp) e sarà valida fino al 2016.

Quando tutti gli standard saranno stati attuati, i livelli di emissione per i motori per applicazioni fuori strada (nel 2015) saranno ridotti del 90% rispetto ai livelli attuali.

Gli standard Tier 3 vengono ora introdotti gradualmente per le macchine destinate ad impieghi fuori strada: Divisione Agritalia gestirà il 2009 con un mix di trattori Tier 2 (Claas, JD 3 cilindri, AGCO - East Asia/Pacific, Agriplus) e Tier 3 (JD 4 cilindri e AGCO -

---

[4] In particolare:

- Per motori con potenza compresa tra 75 e 100 Hp: normativa Tier 3/Stage IIIA valida dal 2008 fino alla fine del 2011;
- Per motori con potenza compresa tra 75 e 100 Hp: normativa Tier 4i/Stage IIIB valida dal 2012 fino alla fine del 2014;
- Per motori con potenza compresa tra 75 e 100 Hp: normativa Tier 4/Stage IIIB valida dal 2014 in poi;
- Per motori con potenza compresa tra 50 e 75 Hp: normativa Tier 3/Stage IIIA valida dal 2008 fino alla fine del 2012;
- Per motori con potenza compresa tra 50 e 75 Hp: normativa Tier 4i/Stage IIIB valida dal 2013 in poi.

Europe/Africa/Middle East/North America). A partire dal gennaio 2010, invece, soltanto le vendite ad AGCO - East Asia/Pacific saranno Tier 2.

Il primo semestre 2009, per Divisione Agritalia, è stato quindi caratterizzato dalla necessità di smaltimento rapido, in Europa occidentale, dei veicoli Tier 2, che dovranno essere necessariamente sostituiti con veicoli regolamentari (Tier 3). A tale scopo sono state anche previste diverse campagne promozionali sui prodotti di nuova tecnologia.

5.2.5 Il contratto di affitto d'azienda con Carraro SpA

Carraro SpA gestisce il ramo d'azienda che costituisce la *business unit* Agritalia in forza di un contratto di affitto d'azienda sottoscritto con Agritalia SpA. Tale contratto prevedeva, non solo la locazione della strumentazione fisica, ma anche il trasferimento di tutti i rapporti contrattuali, sia di lavoro subordinato che afferenti relazioni con clienti e fornitori. Dal perimetro di affitto dell'azienda sono stati esclusi la totalità dei debiti, ad eccezione di quelli che attenevano esclusivamente al rapporto dei dipendenti con l'azienda, e i crediti. In deroga all'art. 2561 c.c., Agritalia SpA ha effettuato gli ammortamenti sui beni costituenti l'azienda per l'intera durata dell'affitto; Carraro SpA, invece, ha provveduto a contabilizzare migliorie su beni di terzi e investimenti in macchinari e attrezzature.

Così come sottoscritto il 31.03.2005, il contratto aveva durata triennale prorogabile di anno in anno, fino a un massimo complessivo di cinque, su richiesta di Carraro SpA entro tre mesi dalla relativa scadenza. Il canone annuo stabilito il 31.03.2005 era di € 1.900.000,00 al netto dell'IVA.

Il contratto di affitto, tra l'altro, attribuiva a Carraro l'opzione di acquistare il ramo d'azienda, con o senza immobili integranti il ramo, a un prezzo definito, attraverso perizia di stima (Prof. Marco Reboa 20.05.2005). Da tale prezzo, doveva essere successivamente detratto l'importo dei canoni già pagati e degli investimenti sostenuti da Carraro durante il periodo di affitto.

Nel 2006 Carraro SpA è subentrata in un contratto di *leasing* stipulato da Agritalia SpA con Banca Monte dei Paschi di Siena e relativo ad un immobile sito in via Grandi a Rovigo e altri beni strumentali con un valore di mercato nell'intorno di € 4,7 mln. Si è, dunque, posto il problema di ripristinare le originarie condizioni economiche sottostanti la determinazione del corrispettivo determinato da Carraro e da Agritalia per l'affitto del

ramo d'azienda, modificando l'importo del canone di affitto a fronte dei minori oneri facenti capo a Agritalia. Le Parti, supportate da parere del Prof. Marco Reboa (18.12.2006), hanno convenuto di apportare una riduzione al canone annuo, già di € 1,9 mln, pari all'ammontare dei canoni di *leasing* sull'immobile e sugli altri beni strumentali previsti nel contratto con il concedente. Il nuovo canone è stato, così, stabilito in € 1.422.000,00.

Il contratto così come stipulato nel marzo 2005 è venuto a scadere in data 1.04.2008. Le Parti, come da previsione contrattuale, si sono accordate in data 25.03.2008 per la proroga del contratto per un ulteriore anno, fino al 1.04.2009.

In data 20.03.2009 il CdA di Carraro SpA, considerando l'esistenza di una trattativa con Agritalia SpA avente ad oggetto il trasferimento del ramo d'azienda mediante compravendita o conferimento, ha richiesto che il contratto di affitto fosse modificato al fine di prorogare la durata dell'affitto di un ulteriore anno, prevedendo la possibilità per Carraro di esercitare l'opzione di acquisto in qualunque momento della durata del contratto. Attualmente, pertanto, in forza di una modifica aggiuntiva del contratto d'affitto d'azienda (sottoscritta in data 26.03.2009), il rapporto tra le Parti risulta essere prorogato sino al 29.03.2010. Tale modifica ha, inoltre, previsto che i canoni di affitto, pagati da Carraro SpA successivamente al 01.04.2009, non siano più da considerarsi quali anticipi ai fini della determinazione del prezzo di acquisto e che Carraro SpA possa corrispondere parte del prezzo mediante l'accollo di debiti di Agritalia fino ad un ammontare massimo di € 6 mln.

5.2.6 I risultati economico finanziari

La Figura seguente riporta i dati storici per il periodo 2005-1H 2009 di Divisione Agritalia, per la sola parte riconducibile alla locataria Carraro SpA, riclassificati a partire dai dati forniti dal Management. Si precisa che il confronto 2006 vs 2005 non è omogeneo poiché i dati 2005 si riferiscono a 9 mesi (dalla data di decorrenza del contratto di affitto, 01.04.2005, a fine anno).

Figura 5.15 - Risultati economici Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA)

Conto economico riclassificato	2005	2006	2007	2008	1H 09
Valori in €.000					
N. trattori fatturati	3.279	3.953	4.299	4.698	1.588
Fatturato	**68.634**	**83.483**	**94.569**	**107.001**	**36.979**
% crescita		21,6%	13,3%	13,1%	
Materiali	(56.471)	(63.433)	(70.857)	(80.577)	(28.042)
Lavorazioni esterne	(562)	(601)	(522)	(719)	(263)
Salari industriali	(3.186)	(4.120)	(4.323)	(4.943)	(2.281)
Trasporti-Dazi-Spese	(1.001)	(1.143)	(994)	(1.257)	(392)
Provvigioni commerciali	(471)	(460)	(355)	(420)	(87)
Garanzia prodotti	(651)	(1.177)	(1.420)	(2.079)	(471)
Altri	(378)	(524)	(488)	(448)	(169)
Costi variabili	**(62.720)**	**(71.458)**	**(78.959)**	**(90.443)**	**(31.705)**
Margine variabile	**5.914**	**12.025**	**15.610**	**16.558**	**5.274**
% su fatturato	8,6%	14,4%	16,5%	15,5%	14,3%
Stipendi industriali	(495)	(994)	(966)	(1.085)	(579)
Costi fissi industriali	(2.001)	(2.855)	(2.580)	(2.960)	(1.229)
Ammortamenti industriali	(15)	(66)	(94)	(159)	(88)
Costi industriali	**(2.511)**	**(3.915)**	**(3.640)**	**(4.204)**	**(1.896)**
Margine industriale	**3.403**	**8.110**	**11.970**	**12.354**	**3.378**
% su fatturato	5,0%	9,7%	12,7%	11,5%	9,1%
Salari e stipendi generali	(2.665)	(3.553)	(3.985)	(4.257)	(2.466)
Ammortamenti generali	(5)	(22)	(47)	(74)	(62)
Prestazioni esterne	(451)	(611)	(339)	(320)	(204)
Costi commerciali	(144)	(71)	(93)	(34)	(51)
Altri costi industriali	(651)	(657)	(868)	(2.081)	(743)
Costi di struttura	(3.916)	(4.914)	(5.332)	(6.766)	(3.526)
EBIT	**(513)**	**3.196**	**6.638**	**5.588**	**(148)**
% su fatturato	-0,7%	3,8%	7,0%	5,2%	-0,4%
EBITDA	**(484)**	**3.294**	**6.801**	**6.072**	**2**
% su fatturato	-0,7%	3,9%	7,2%	5,7%	0,0%
Totale costo personale	(6.346)	(8.667)	(9.274)	(10.285)	(5.326)

I risultati storici forniti dal Management evidenziano una crescita in volumi e in valori del fatturato significativa a un tasso annuo medio composto (CAGR) nel periodo 2006-2008 pari al 13%. Tale trend ha subito un'inversione nei primi sei mesi del 2009. Il fatturato al 1H 2009, pari a circa € 37 mln evidenzia, su base annua, rispetto al 30.06.08, una flessione del 30%. Tale circostanza riflette, da un lato, la contingente situazione di crisi globale che ha interessato quasi tutti i comparti di mercato e, dall'altro, il fisiologico ciclo del mercato agricolo. Inoltre, l'introduzione dei nuovi prodotti a motore con emissione di classe Tier 3 sta rallentando gli ordini dei prodotti tradizionali in attesa che Divisione Agritalia ultimi la progettazione e la produzione, già avviate, dei nuovi trattori con motore di classe Tier 3.

In termini di marginalità, misurata dall'EBITDA, Divisione Agritalia ha registrato dal 2006 al 2008 una crescita significativa sia in valore assoluto, sia in incidenza rispetto al fatturato. Il dato 2008 ha risentito di accantonamenti a fronte di perdite su progetti di

ingegneria in corso che hanno inciso negativamente sul conto economico per circa € 1 mln.

I valori relativi a oneri finanziari e imposte sono figurativi ed indicano l'entità teorica di interessi (saldo netto fra attivi e passivi) e imposte di competenza di Divisione Agritalia. La tesoreria e il versamento delle imposte, infatti, sono gestiti centralmente da Carraro SpA, congiuntamente ai flussi derivanti dalle altre sue attività.

I dati patrimoniali al seguito riportati rappresentano la dotazione di capitale di Divisione Agritalia, per la sola parte riconducibile a Carraro SpA, e dunque priva delle immobilizzazioni tecniche (terreni e fabbricati, impianti e macchinari) oggetto di locazione. La posizione finanziaria netta e il patrimonio netto figurano come sole poste di "pareggio", dal momento che Divisione Agritalia non costituisce una *legal entity* separata. L'informazione relativa alla posizione finanziaria netta esprime, comunque, i saldi cumulati di generazione/assorbimento di flussi finanziari di Divisione Agritalia.

Figura 5.16 - Situazioni patrimoniali Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA)

Stato patrimoniale riclassificato	2005	2006	2007	2008	1H 09
Valori in €.000					
Rimanenze	17.542	18.559	21.822	21.577	12.369
Crediti commerciali	7.003	11.369	8.317	12.795	2.254
Debiti commerciali	(37.268)	(25.557)	(32.002)	(30.713)	(18.146)
Capitale circolante netto op.	**(12.723)**	**4.371**	**(1.863)**	**3.659**	**(3.523)**
Altre attività correnti	111	185	200	108	192
Altre passività correnti	(1.852)	(3.459)	(5.022)	(5.227)	(5.658)
Capitale circolante netto	**(14.464)**	**1.097**	**(6.685)**	**(1.460)**	**(8.989)**
Immobilizzazioni materiali	744	1.361	1.904	3.749	3.872
Immobilizzazioni immateriali	36	294	301	433	396
Capitale fisso operativo	**780**	**1.655**	**2.205**	**4.182**	**4.268**
Immobilizzazioni finanziarie	84	88	244	7	5
Imposte differite attive	0	0	1.279	2.120	2.185
Fondo garanzia prodotti	(150)	(255)	(399)	(399)	(399)
Altri fondi rischi	(539)	(1.100)	(2.011)	(3.338)	(2.815)
Capitale investito netto	**(14.289)**	**1.485**	**(5.367)**	**1.112**	**(5.745)**
Fondo TFR	(2.071)	(1.962)	(1.896)	(1.692)	(1.681)
Posizione finanziaria netta	**15.762**	**1.390**	**11.890**	**8.383**	**14.924**
Patrimonio netto	**(598)**	**913**	**4.627**	**7.803**	**7.498**

L'analisi del capitale circolante netto evidenzia una dinamica di tendenziale riduzione delle scorte e accorciamento del ciclo commerciale (riduzione dei giorni di incasso e dei giorni di pagamento con saldo favorevole per l'azienda). Con l'obbligatorietà di introduzione nel mercato europeo dei motori con emissioni di classe Tier 3, Divisione Agritalia ha dovuto perfezionare entro la fine del 2008 gli acquisiti di motori Tier 2 per i trattori in consegna nel corso del 2009 progettati e sviluppati su ordini precedenti. Ciò ha comportato, da un lato, un incremento delle scorte medie ma, dall'altro, una

negoziazione con i clienti che hanno "finanziato" tali acquisti straordinari riducendo i tempi di saldo dei crediti.

Da un'analisi dettagliata dell'andamento del capitale circolante netto nel corso del 2008 emerge che i mesi di maggior pressione, in termini di esposizione, sono maggio e settembre, in corrispondenza dei periodi di raccolta e vendemmia. Generalmente, comunque, l'incidenza del capitale circolante netto sul fatturato di periodo non subisce sostanziali oscillazioni nel corso dei mesi e il dato di fine anno è rappresentativo della media dell'esercizio.

Il capitale fisso operativo riflette le sole immobilizzazioni tecniche acquisite da Carraro SpA per Divisione Agritalia e tiene conto delle migliorie su beni Agritalia SpA. Nel periodo 2005-1H 2009 sono stati realizzati consistenti investimenti per un valore complessivo di circa € 5 mln.

Il fondo garanzia prodotti è andato cumulandosi in Divisione Agritalia post inizio della gestione del ramo dal 2005 ed evidenzia un utilizzo medio contenuto nel corso del 2006 e del 2007. Nel 2008, invece, recepisce variazioni legate a una campagna di risanamento preventivo.

Si propone, infine, il rendiconto dei flussi finanziari generati da Divisione Agritalia nel periodo 2005-1H 2009 da cui si può apprezzare la capacità di generare flussi netti cumulati positivi.

Figura 5.17 - Rendiconto finanziario Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA)

Flussi di cassa	2005	2006	2007	2008	1H 09
Valori in €.000					
Utile netto	(599)	1.509	3.714	3.176	(305)
Ammortamenti	20	88	141	233	150
Cash flow	**(579)**	**1.597**	**3.855**	**3.409**	**(155)**
Var.ne rimanenze	(17.542)	(1.017)	(3.263)	245	9.208
Var.ne crediti comm.li	(7.003)	(4.366)	3.052	(4.478)	10.541
Var.ne debiti comm.li	37.268	(11.711)	6.445	(1.289)	(12.567)
Var.ne altre poste correnti	1.741	1.533	1.548	297	347
Flusso gestione op. corrente	**13.885**	**(13.964)**	**11.637**	**(1.816)**	**7.374**
Investimenti	(800)	(963)	(691)	(2.210)	(236)
Var.ne fondi operativi	2.760	557	989	1.123	(534)
Var.ne altre poste non correnti	(84)	(4)	(1.435)	(604)	(63)
Flusso gestione operativa	**15.761**	**(14.374)**	**10.500**	**(3.507)**	**6.541**
Var.ne patrimonio netto	1	2	0	0	0
Flusso di cassa netto	**15.762**	**(14.372)**	**10.500**	**(3.507)**	**6.541**
PFN iniziale	0	15.762	1.390	11.890	8.383
PFN finale	15.762	1.390	11.890	8.383	14.924

5.3 Piano di sviluppo del ramo d'azienda

Il Management ha predisposto, oltre al *forecast* per l'esercizio in corso, un piano triennale 2010-2012 specifico per Divisione Agritalia, che sarà approvato dal Consiglio di Amministrazione del Gruppo. Le linee guida si focalizzano nel consolidare il posizionamento sugli attuali clienti nel contesto del passaggio obbligato alle nuove tipologie di motore (Tier 3) e nel migliorare la marginalità. Le leve operative consistono nel ridurre i costi di produzione attraverso la standardizzazione delle diverse fasi del processo produttivo e nel rafforzare le vendite a marchio Agriplus in Europa. In particolare, i *driver* di sviluppo alla base del piano prevedono:

- miglioramenti nella qualità in termini di design e affidabilità;
- estensione della gamma trasmissioni e assali a disposizione per ogni modello;
- reingenierizzazione del prodotto al fine di limitarne i costi di produzione e di garanzia;
- ottimizzazione delle politiche di approvvigionamento in logica "*best cost country*";
- attenta gestione del passaggio tecnologico al Tier 3 al fine di garantire la continuità con gli attuali clienti;
- investimenti nel *marketing* degli *engineering services* al fine di ampliare la clientela anche verso i *newcomer* dei paesi in sviluppo.

Il piano presenta elevati tassi di crescita del business nel triennio 2010-2012 rispetto ai dati 2009. Le attese di recupero sono connesse, in parte, agli obblighi di legge relativi all'introduzione di motori con emissioni di classe Tier 3, che favoriranno la sostituzione del parco trattori esistenti, riposizionando i volumi in circolazione sui nuovi prodotti. Ci si attende, inoltre, che il mercato agricolo, seppur oggi in flessione, non registrerà la discontinuità che gli operatori prevedono in misura definitiva in settori attigui. Per tale via, il fatturato di Divisione Agritalia è atteso riposizionarsi in valore ai livelli 2008 entro il 2012, registrando anche per il 2010 il perdurare di un periodo di stasi.

Per quanto attiene il portafoglio clienti/prodotti, si rileva una progressiva diversa distribuzione del fatturato per *brand* conseguente i miglioramenti di marginalità perseguibili per effetto della standardizzazione del processo produttivo dello specifico

brand; in particolare, si segnala uno spostamento del fatturato (in percentuale sul totale) da Agco a John Deere che registra un significativo incremento della marginalità.

La riduzione dell'incidenza dei costi variabili di produzione, già a partire dal 2010, e l'efficientamento dei costi di struttura, favoriranno la ripresa dell'EBITDA che è atteso superare nel 2011 i livelli 2008.

Tale sviluppo sarà accompagnato da un piano di investimenti (circa € 6,0 mln), volto ad ammodernare impianti e stabilimento produttivo e supportare la progettazione e la realizzazione dei trattori di nuova generazione.

Nella Figura seguente sono sintetizzate le proiezioni di conto economico e stato patrimoniale (riportate fino all'EBIT e al capitale investito netto) di Divisione Agritalia per la sola parte relativa a Carraro SpA.

Figura 5.18 - Proiezioni economiche Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA)

Conto economico prospettico	2008	1H 09	2009	2010	2011	2012
Valori in €.000						
Fatturato	**107.001**	**36.979**	**62.895**	**64.540**	**91.800**	**105.210**
% crescita	13,1%		-41,2%	2,6%	42,2%	14,6%
Materiali	(80.577)	(28.042)	(48.150)	(47.711)	(67.861)	(78.259)
Lavorazioni esterne	(719)	(263)	(415)	(400)	(560)	(640)
Salari industriali	(4.943)	(2.281)	(3.727)	(3.520)	(4.559)	(5.209)
Trasporti-Dazi-Spese	(1.257)	(392)	(672)	(701)	(990)	(1.140)
Provvigioni commerciali	(420)	(87)	(167)	(195)	(261)	(286)
Garanzia prodotti	(2.079)	(471)	(707)	(955)	(1.228)	(1.223)
Altri	(448)	(169)	(341)	(325)	(560)	(680)
Costi variabili	**(90.443)**	**(31.705)**	**(54.179)**	**(53.807)**	**(76.019)**	**(87.437)**
Margine variabile	**16.558**	**5.274**	**8.716**	**10.733**	**15.781**	**17.773**
% su fatturato	15,5%	14,3%	13,9%	16,6%	17,2%	16,9%
Stipendi industriali	(1.085)	(579)	(937)	(1.129)	(1.177)	(1.177)
Costi fissi industriali	(2.960)	(1.229)	(2.337)	(2.232)	(2.694)	(3.060)
Ammortamenti industriali	(159)	(88)	(476)	(703)	(758)	(873)
Costi industriali	**(4.204)**	**(1.896)**	**(3.750)**	**(4.064)**	**(4.629)**	**(5.110)**
Margine industriale	**12.354**	**3.378**	**4.966**	**6.669**	**11.152**	**12.663**
% su fatturato	11,5%	9,1%	7,9%	10,3%	12,1%	12,0%
Salari e stipendi generali	(4.257)	(2.466)	(4.121)	(3.846)	(4.132)	(4.161)
Ammortamenti generali	(74)	(62)	(109)	(199)	(290)	(423)
Prestazioni esterne	(320)	(204)	(350)	(417)	(417)	(417)
Costi commerciali	(34)	(51)	(57)	(180)	(180)	(180)
Altri costi industriali	(2.081)	(743)	(1.634)	(1.566)	(1.711)	(1.753)
Costi di struttura	(6.766)	(3.526)	(6.271)	(6.208)	(6.730)	(6.934)
EBIT	**5.588**	**(148)**	**(1.305)**	**461**	**4.422**	**5.729**
% su fatturato	5,2%	-0,4%	-2,1%	0,7%	4,8%	5,4%
EBITDA	**6.072**	**2**	**(720)**	**1.363**	**5.470**	**7.025**
% su fatturato	5,7%	0,0%	-1,1%	2,1%	6,0%	6,7%
Totale costo personale	(10.285)	(5.326)	(8.785)	(8.495)	(9.868)	(10.547)

Figura 5.19 - Proiezioni patrimoniali Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA)

Stato patrimoniale prospettico	2008	1H 09	2009	2010	2011	2012
Valori in €.000						
Rimanenze	21.577	12.369	11.753	11.216	10.825	10.425
Crediti commerciali	15.772	4.696	4.413	4.971	7.786	9.606
Debiti commerciali	(33.690)	(20.588)	(17.224)	(10.913)	(15.493)	(17.815)
Capitale circolante netto op.	**3.659**	**(3.523)**	**(1.058)**	**5.274**	**3.118**	**2.216**
Altre attività correnti	108	192	249	249	249	249
Altre passività correnti	(5.227)	(5.658)	(5.005)	(5.005)	(5.005)	(5.005)
Capitale circolante netto	**(1.460)**	**(8.989)**	**(5.814)**	**518**	**(1.638)**	**(2.540)**
Immobilizzazioni materiali	3.749	3.872	4.610	4.510	5.393	6.323
Immobilizzazioni immateriali	433	396	304	304	304	304
Capitale fisso operativo	**4.182**	**4.268**	**4.914**	**4.814**	**5.697**	**6.627**
Immobilizzazioni finanziarie	7	5	6	6	0	0
Imposte differite attive	2.120	2.185	2.298	2.120	2.120	2.120
Fondo garanzia prodotti	(399)	(399)	(399)	(399)	(399)	(399)
Altri fondi rischi	(3.338)	(2.815)	(2.729)	(1.780)	(1.780)	(1.780)
Capitale investito netto	**1.112**	**(5.745)**	**(1.724)**	**5.279**	**4.000**	**4.028**

* Nel 2008 i valori relativi ai debiti commerciali includono anche acconti da clienti che nel prospetto relativo ai dati consuntivi sono stati esposti a deduzione dell'importo dei crediti commerciali.

6 I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA

6.1 I metodi di valutazione delle aziende

Tra le diverse metodologie di valutazione del capitale economico d'impresa sviluppate da dottrina e pratica economico-aziendale, i metodi prevalenti (declinabili al loro interno in molteplici "versioni") si articolano in:

- Metodi patrimoniali, nella versione semplice o complessa;
- Metodi reddituali;
- Metodi misti, patrimoniali-reddituali;
- Metodi finanziari;
- Metodi fondati sui multipli di mercato.

Con i *metodi patrimoniali*, il valore dell'azienda è espresso come funzione del suo patrimonio netto opportunamente integrato e rettificato. La logica sottostante è quella informata alla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale, sulla base del "valore corrente" di ogni componente patrimoniale. Si distinguono *metodi patrimoniali semplici*, che considerano e rettificano il valore dei soli elementi patrimoniali espressi nel patrimonio contabile, e *metodi patrimoniali complessi*, che includono nel calcolo anche il valore dei beni intangibili non rilevati contabilmente.

Il limite di questi metodi consiste nella difficoltà di identificare distintamente e di attribuire un valore equo alle componenti intangibili del capitale. Dal che deriva che, anche nei casi in cui si ritenga questo metodo accettabile, non si possa prescindere da una verifica e/o da un'"integrazione" reddituale del valore. La verifica è necessaria per stabilire se il valore dei beni (distintamente valutati) porti a un valore complessivo, al minimo, coerente con le potenzialità reddituali dell'azienda. L'integrazione si rende necessaria quando, oltre alle singole componenti del patrimonio (quantunque comprensive dei beni intangibili), emerga la consistenza economica di un valore di avviamento.

I *metodi reddituali* determinano il valore dell'azienda in base alle prospettive di reddito che essa manifesta. In particolare il valore dell'azienda è ottenuto mediante l'attualizzazione dei redditi che si prevede di conseguire nel futuro. L'applicazione di questi metodi richiede la soluzione di problemi riguardanti la dimensione dei redditi da attualizzare e la scelta del tasso di capitalizzazione. In presenza di aziende del tutto (o idealmente) stabilizzate, il reddito producibile (e distribuibile) tende a coincidere con i flussi di cassa generabili dall'azienda medesima. In questa circostanza, pertanto, il valore reddituale è pari a quello ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario. In presenza di prospettive di sviluppo (o di declino) delle potenzialità economiche dell'azienda, i metodi reddituali non consentono di tenere conto agevolmente dei flussi di investimento (disinvestimento) collegati alle dinamiche suddette. In questi casi, risultano più facilmente applicabili i metodi finanziari o quelli fondati sulla creazione di valore.

I *metodi misti* – patrimoniali–reddituali – abbinano i criteri di valutazione di tipo patrimoniale a valutazioni basate sulle prospettive di redditività dell'azienda. Gli approcci specifici propongono due formule: quella della media (semplice o ponderata) tra il valore patrimoniale e il valore reddituale; quella della sommatoria del patrimonio netto rivalutato e del valore d'avviamento, determinato autonomamente. Pur godendo di ampio consenso nella pratica fino a tempi recenti, si tratta di metodi che scontano i problemi logici e applicativi sia dei metodi patrimoniali, sia di quelli reddituali. Una versione evoluta di questi metodi è quella fondati sulla creazione di valore, al seguito descritta.

I *metodi finanziari* considerano l'azienda come un qualsiasi investimento nel mercato e ne valutano il patrimonio attualizzandone i flussi di cassa attesi sulla base della

previsione dei risultati economici futuri, delle politiche di investimento e della struttura attuale e prospettica dell'indebitamento aziendale. Sotto il profilo della razionalità, si tratta dei metodi che meglio esprimono la formula di valutazione dell'azienda, ma la loro applicazione presuppone un sufficiente grado di credibilità/attendibilità nella stima dei flussi monetari prospettici. Tale credibilità si collega tipicamente alla disponibilità di un piano aziendale pluriennale, che rifletta in modo coerente la strategia perseguita dall'azienda, i suoi punti di forza e di debolezza, la struttura e dinamica dell'ambiente specifico in cui l'impresa agisce (minacce e opportunità). Un ragionamento intorno alle linee strategiche perseguite dall'impresa, e chiaramente esplicitate in un piano pluriennale, è dunque premessa indispensabile all'applicazione dei metodi finanziari.

A questi metodi fondati su schemi di ragionamento generali, razionali e dimostrabili, si affianca, nella pratica, l'utilizzo di *metodi empirici*, basati sull'applicazione ad alcune grandezze economiche del *business* (quali, fatturato, risultato operativo, risultato netto) di moltiplicatori desunti dai prezzi recentemente praticati in transazioni che hanno interessato aziende "comparabili", ovvero aziende similari quotate in mercati regolamentati. Nelle valutazioni di capitale economico, è noto che i criteri fondati sui multipli di mercato possono essere difficilmente assunti come criteri principali di valutazione, ma possono essere meglio utilizzati come metodi di verifica e confronto dei valori scaturenti da procedimenti fondati su un calcolo razionale e trasparente.

6.2 I metodi di valutazione adottati nel caso di specie

La metodologia di valutazione deve essere impostata seguendo il metodo più appropriato con riferimento alle caratteristiche intrinseche della realtà economica oggetto di valutazione, nonché dello scopo della valutazione medesima, verificandone la sostenibilità con opportune procedure di confronto e verifica.

Il progetto di conferimento (si veda paragrafo 5.2) prevede il trasferimento del ramo d'azienda Agritalia, attualmente *business unit* Agritalia, in Carraro SpA. In particolare, la conferitaria acquisirà le immobilizzazioni materiali e immateriali di Agritalia SpA, il saldo tra i debiti e i crediti tra Agritalia SpA e Carraro SpA, il fondo garanzia prodotti su trattori che sono stati venduti precedentemente la data dell'affitto e il fondo imposte differite attive relativo a tale fondo. Oltre a ciò, le Parti hanno convenuto di trasferire un debito finanziario di € 5,00 mln.

Il metodo o i metodi di valutazione da adottare prendono spunto, pertanto, dal valore patrimoniale corrente dei singoli beni oggetto di conferimento, tra cui particolare rilevanza assumono il terreno, il connesso fabbricato e gli impianti ove si colloca l'attività di produzione del ramo d'azienda Agritalia. Le singole componenti patrimoniali costituenti il ramo di azienda sono state, successivamente, riconsiderate nell'ambito del "complesso aziendale" al cui funzionamento esse concorrono. Di tale "complesso aziendale" è stato stimato il "valore d'uso" in base ai flussi di risultato futuri generabili dal suo utilizzo.

Nello stimare il valore d'uso del complesso funzionante si sono riscontrare una serie di difficoltà valutative legate al fatto che in questi anni la gestione del ramo d'azienda si è svolta (e si svolge) con significativi elementi di integrazione ("sinergie") con la gestione complessiva di Carraro SpA. A partire dall'inizio del contratto di locazione (1° aprile 2005), infatti, Carraro SpA ha integrato e sviluppato le competenze di progettazione e realizzazione originarie di Agritalia mediante investimenti in capitale tangibile, in risorse umane, in sistemi organizzativi e in relazioni strategiche con reti di clienti e fornitori, favorendo la crescita – sul piano quantitativo e qualitativo - di Divisione Agritalia, la cui identità strategica ed operativa risulta, ora, sostanzialmente integrata con l'insieme delle attività di Carraro SpA.

A seguito di questo percorso evolutivo e dei caratteri attuali di Divisione Agritalia, non è oggi facilmente identificabile il potenziale di generazione di valore del ramo d'azienda, in termini di flussi di risultati economici futuri specifici e attribuibili in via del tutto indipendente a Agritalia SpA rispetto alla gestione complessiva di Carraro SpA.

Un ulteriore elemento di difficoltà nella stima del valore d'uso del complesso funzionante è il giudizio in merito al livello di ragionevolezza/attendibilità delle proiezioni economico-patrimoniali su cui si fonda la sua determinazione. Tale problematica è sempre presente, ma assume particolare rilevanza nel contesto attuale, ove stiamo vivendo gli effetti della recente crisi del sistema bancario e finanziario internazionale, che si sono rapidamente propagati all'economia reale. In questa che appare una tra le maggiori recessioni economiche dal Dopoguerra, il livello di incertezza sul futuro aumenta le difficoltà delle imprese nel formulare piani e stime previsionali e si rende particolarmente arduo, da parte del perito esterno, esprimere un giudizio sul livello di attendibilità di tali proiezioni.

Pur consapevoli di tali difficoltà, si è proceduto a verificare il valore patrimoniale del complesso aziendale sulla base dei flussi di risultato futuri attesi di Divisione Agritalia, così come espressi dal piano fornito dal Management di Carraro SpA, stimandone il valore d'uso, da confrontarsi con il valore patrimoniale iniziale.

Da tale confronto può emergere un differenziale che, se positivo, esprime il valore delle componenti intangibili generiche, non valutabili in via analitica, e riconducibili, nel caso specifico, al know-how di prodotto e di processo, ai marchi storici aziendali (sfruttati solo marginalmente ma che presentano elevata riconoscibilità nel mercato) e alla reputazione fondata sulle consolidate relazioni commerciali con primari gruppi di clienti.

In sintesi, la determinazione del valore del complesso aziendale conferito si basa sull'applicazione del metodo patrimoniale, integrato dalla stima del valore d'uso del complesso funzionante in base ai risultati futuri attesi, così da configurarsi anche come particolare applicazione del metodo patrimoniale complesso.

A puro titolo informativo, sono stati analizzati anche i risultati derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato di società quotate e di transazioni comparabili. Questi metodi non sono stati considerati in via esplicita in questa perizia, data la notevole diversità (in termini di dimensione, portafoglio di aree d'affari e di prodotti, presenza di marchio e reti distributive proprie) tra le società "comparabili" e il ramo d'azienda oggetto di conferimento. In ogni caso, si è verificato che i risultati emergenti dall'applicazione dei metodi qui utilizzati non risultassero superiori a quelli derivanti dall'applicazione dei multipli di mercato.

6.3 Perimetro del progetto di conferimento

Nel quadro del più ampio piano strategico precedentemente delineato, il Management delle due società ha valutato l'opportunità di procedere al conferimento del ramo d'azienda Agritalia in Carraro SpA, ponendo fine al contratto di affitto stipulato nel 2005.

Nel dettaglio, il ramo d'azienda oggetto di conferimento sarà quello attivo nella produzione di trattori specialistici, conto terzi e con proprio marchio, nella classe di potenza 50-100 Hp e attualmente oggetto del contratto d'affitto tra la Società e Carraro.

I beni di proprietà di Agritalia SpA che costituiscono tale ramo sono di seguito descritti:

– *Immobilizzazioni immateriali e materiali:*

Figura 6.1 - Immobilizzazioni Agritalia SpA al 30.06.2009

Immobilizzazioni immateriali	1
Immobilizzazioni materiali	12.860
Totale immobilizzazioni	12.861

Le immobilizzazioni immateriali, pari a € 1.415, si riferiscono a concessioni di licenze e marchi per l'intero ammontare. Si precisa che non saranno oggetto di conferimento le spese capitalizzate per la compartecipazione stampi iscritte al 30.06.2009 nel bilancio di Agritalia SpA a un valore contabile netto di € 900.

Le immobilizzazioni materiali si riferiscono ai cespiti di proprietà di Agritalia SpA siti in Rovigo, Via del Lavoro 1. Si precisa che tra le immobilizzazioni materiali non figura il terreno sito in Via Grandi a Rovigo, e iscritto nel bilancio di Agritalia SpA per € 6,0 mln, che non sarà oggetto di conferimento. Il valore del terreno su cui sorge lo stabilimento produttivo di Via del Lavoro 1, invece, è incluso nella stima fornita per le immobilizzazioni materiali.

– *Saldo netto tra crediti e debiti Agritalia SpA – Carraro SpA*

Figura 6.2 - Dettaglio saldo netto crediti debiti tra Carraro SpA e Agritalia SpA al 30.06.2009

Valori in €.000	
Crediti infragruppo (Agritalia/Carraro)	237
Debiti infragruppo (Agritalia/Carraro)	0
Crediti/Debiti infragruppo	237

Sarà oggetto di conferimento il saldo netto dei crediti e dei debiti di Agritalia SpA verso Carraro SpA. I crediti che Agritalia SpA vanta verso Divisione Agritalia di Carraro SpA ammontano a € 237 mila, mentre, al 30.06.2009 non sono presenti debiti verso la stessa divisione.

– *Fondo garanzia prodotti:*

Figura 6.3 - Dettaglio fondo garanzia prodotti Agritalia SpA al 30.06.2009

Valori in €.000	
Fondo garanzia prodotti	(55)

La conferitaria riceverà da Agritalia SpA il fondo garanzia prodotti che si riferisce alla stima di oneri connessi alla campagna di risanamento di trattori venduti

precedentemente alla data del contratto d'affitto con Carraro SpA. L'ammontare di tale fondo è pari a € 55 mila.

– *Fondo imposte differite:*

Figura 6.4 - Dettaglio fondo imposte differite Agritalia SpA al 30.06.2009

Valori in €.000	
Fondo imposte differite	17

Il fondo, attivo per € 17 mila, si riferisce alla fiscalità differita attiva sul fondo garanzia prodotti.

– *Debito finanziario:*

Figura 6.5 - Dettaglio debito finanziario Agritalia SpA al 30.06.2009

Valori in €.000	
Debito finanziario	(5.000)

Tale importo si riferisce a quota parte di un prestito bancario a lungo termine contratto da Agritalia SpA che sarà conferito unitamente agli *asset* a finanziamento dei quali è stato acceso.

Il valore contabile netto al 30.06.2009 del ramo d'azienda oggetto di conferimento è pari a € 8,061 mln.

7 IL VALORE ECONOMICO DEL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO

7.1 Il valore patrimoniale

Il metodo patrimoniale consiste nel rettificare i singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale oggetto di conferimento per esprimerli al loro valore corrente.

Il ramo d'azienda Agritalia è formato, prevalentemente, dal complesso industriale composto dal fabbricato (e relativo terreno) e dagli impianti e macchinari di produzione. I valori espressi a bilancio di tali beni sono stati adeguati, con riferimento alla data di valutazione del 30.06.2009, alla perizia immobiliare elaborata da PRAXI e sul plusvalore emerso si è tenuto conto dell'effetto fiscale latente. Le altre poste patrimoniali, di modesto valore complessivo, sono state mantenute al loro valore contabile.

Nei paragrafi seguenti si dà evidenza del valore attribuito a tali elementi patrimoniali.

7.1.1 Valore degli immobili

Il valore economico del capitale immobiliare, che sarà oggetto di conferimento, è stato stimato aggiornando a valori correnti il valore di fabbricati, impianti e macchinari specifici, attrezzature e altri beni che sono nella disponibilità di Agritalia SpA. Il valore corrente è stato desunto dalla perizia tecnica redatta da PRAXI SpA, nel maggio 2009 e facente riferimento alla data del 31.12.2008.

Lo stabilimento in oggetto è ubicato nella Zona Artigianale Industriale (ZAI) di Rovigo, risale agli inizi degli anni Sessanta e sorge su un'area di circa 55.000 mq, oltre 25.600 dei quali edificati.

Figura 7.1 - Ubicazione geografica dello stabilimento di Agritalia SpA

Il complesso comprende un capannone principale a pianta rettangolare e articolato su un piano fuori terra, nel quale vengono assemblati i trattori, oltre a due corpi adiacenti su due piani ad uso uffici. Il parco macchine è costituito da una linea di montaggio principale suddivisa in più fasi, linee di para assemblaggio complementari e un impianto di verniciatura.

Il valore del compendio immobiliare è stato oggetto di perizia tecnica di stima con riferimento alla data del 31.12.2008 da parte di PRAXI, consulente esterno allo scopo incaricato. Per la valutazione del terreno il perito ha adottato il metodo del mercato che si basa sul confronto con beni simili a quello in esame correntemente offerti o oggetto di

recenti transazioni sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali. Per la valutazione dei restanti beni, invece, è stato adottato il metodo del costo che si sostanzia nel principio di sostituzione ed è volto ad esprimere il valore attraverso il costo corrente necessario per costruire o sostituire il bene con un altro avente le medesime caratteristiche ed utilità. Il valore così calcolato è stato opportunamente scontato per tenere conto del deprezzamento maturato derivante dallo stato di manutenzione, uso, utilità ed obsolescenza. Si precisa che nella valutazione del fabbricato si è altresì tenuto conto della situazione del mercato immobiliare nella zona interessata.

La Società ha già provveduto, a decorrere dal 31.12.2008, ad aggiornare il valore di terreni e fabbricati sulla base della perizia immobiliare fornita da PRAXI. I valori a bilancio devono, pertanto, ritenersi rappresentativi del valore corrente. Si rileva, inoltre, che la vita utile residua del fabbricato non è stata adeguata alla stima di PRAXI. In questa sede non si è ritenuto opportuno rettificare quanto già espresso dalla Società in tema di valore e durata residua di tale bene.

La tabella seguente illustra il valore corrente e la vita utile residua dei beni costituenti il complesso industriale non già oggetto di rivalutazione in sede di redazione del bilancio d'esercizio al 31.12.2008. I valori di rivalutazione indicati sono stati desunti dalla perizia PRAXI.

La colonna VUR esprime la durata della vita utile residua da bilancio degli immobili di Agritalia SpA, mentre la colonna VTER la vita utile degli stessi come ricalcolata da perizia PRAXI. Si fa notare come, per ogni categoria di beni, la vita utile residua risulti allungata dalla valutazione di PRAXI.

Figura 7.2 - Valore di mercato e vita utile residua del complesso industriale di Agritalia SpA

Valori in €.000	VCN* 31/12/08	30/06/09	VMU** 31/12/08	RIVALUT TOT	VUR° da bilancio	VTER°° 31/12/08
Terreno	3.831	3.831	3.831	0		
Fabbricato sede e pertinenze	7.063	6.936	7.063	0	27	0
Attrezz. terreni piazzali e costruzioni le	137	122	351	214	4	12
Terreni e fabbricati	**11.031**	**10.890**	**11.245**	**214**	**26**	**1**
Impianti generici fabbricato	887	835	1.671	784		14
Macchinari linea verniciatura	363	340	273	(90)		11
Impianti linea verniciatura	53	49	940	886		7
Impianti depurazione acque	3	3	0	(3)		
Macchinari vari	103	99	68	(36)		12
Impianti e macchinario	**1.409**	**1.326**	**2.951**	**1.541**	**8**	**11**
Maschere	19	16	31	12		3
Utensili	9	7	0	(9)		
Strumentazione elettronica	10	9	84	74		8
Attrezzi vari	32	28	243	211		8
Mensa	0	0	55	55		7
Arredo fabbrica	26	20	308	282		7
Stampi	505	412	1.150	645		4
Modelli	90	74	224	134		5
Attrezzature industriali e commerciali	690	565	2.095	1.404	3	5
Mobili e arredi	51	42	136	85		7
Computer e altre macchine elettronich	19	14	57	38		2
Mezzi di trasporto	24	23	25	1		4
Altri beni	94	79	218	123	3	5
Totale attrezzature e altri beni	**785**	**645**	**2.313**	**1.528**	**3**	**5**
Immobilizzazioni in corso	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
TOTALE IMM.NI MAT.LI	**13.225**	**12.860**	**16.508**	**3.283**		

* Valore contabile netto
** Valore di Mercato in Uso
° Vita Utile Resiua
°° Vita Tecnico-Economica Residua

Al fine di ricondurre il valore fornito da PRAXI alla data di perizia, 30.06.2009, si è proceduto a ricalcolare gli ammortamenti relativi al primo semestre 2009 sulla base delle nuove vite utili e della plusvalenza rilevata fra la stima elaborata dal perito e il valore contabile netto al 31.12.2008. Premesso che nel corso del primo semestre non sono stati effettuati ulteriori investimenti, il valore corrente delle immobilizzazioni materiali al 30.06.2009 risulta dalla differenza fra il valore di perizia e l'ammontare degli ammortamenti di periodo così come in precedenza calcolati. Il valore totale alla data del 30.06.2009 è quindi pari a € 16,018 mln.

Tra i beni costituenti il complesso industriale figurano anche immobilizzazioni immateriali per € 1.415 che si riferiscono a concessioni di licenze e marchi per l'intero ammontare. Come sopra anticipato nella descrizione del perimetro di conferimento, non saranno conferite le spese capitalizzate per la compartecipazione stampi iscritte al 30.06.2009 nel bilancio di Agritalia SpA a un valore contabile netto di € 900.

I valori delle immobilizzazioni immateriali conferite non sono stati oggetto di riespressione a valori correnti. Il valore delle componenti intangibili del patrimonio aziendale, riferibili nel nostro caso alle competenze (*know-how*) di progettazione e di produzione, ai marchi aziendali, oltre che al portafoglio clienti e al capitale relazionale accumulato nel tempo, non sono state oggetto di stima analitica, essendo concepibili come elementi del complesso aziendale (non specificatamente identificabili e/o misurabili – come nel caso del marchio - secondo l'accezione IAS/IFRS[5]). Per tale via, il valore di queste componenti del patrimonio è qui ricompreso nel valore complessivo dell'avviamento aziendale misurato come differenziale fra il valore d'uso e il valore patrimoniale del ramo d'azienda oggetto di conferimento.

Figura 7.3 - Riepilogo, al 30.06.2009 dei beni industriali di Agritalia SpA

	VCN		VMU**	Amm.ti	Valore corrente
Valori in €.000	31/12/08	30/06/09	31/12/08	30/06/09	30/06/09
TOTALE IMM.NI IMM.LI	**3**	**1**	**3**	**1**	**1**
Terreno	3.831	3.831	3.831		3.831
Fabbricato sede e pertinenze	7.063	6.936	7.063	126	6.936
Fabbricati e costruzioni leggere	137	122	351	15	336
Terreni e fabbricati	**11.031**	**10.890**	**11.245**	**141**	**11.103**
Impianti e macchinario	**1.409**	**1.326**	**2.951**	**129**	**2.822**
Attrezzature industriali e commerciali	690	565	2.095		
Altri beni	94	79	218		
Totale attrezzature e altri beni	**785**	**645**	**2.313**	**220**	**2.092**
TOTALE IMM.NI MAT.LI	**13.225**	**12.860**	**16.508**	**490**	**16.018**
TOTALE IMM.NI	**13.228**	**12.861**	**16.511**	**492**	**16.019**

** Valore di Mercato in Uso

7.1.2 Altri beni conferiti

Tra gli altri beni inclusi nel perimetro di conferimento del ramo d'azienda Agritalia, sono presenti:

- Il saldo netto tra Crediti e Debiti Agritalia SpA – Carraro SpA per € 237 mila. Il Management ha ritenuto di includere nel perimetro di conferimento anche il saldo netto tra le due poste che si riferiscono alle situazioni di credito e debito esistenti tra Agritalia SpA e Carraro SpA (Divisione Agritalia). Alla data della valutazione, il

[5] Secondo lo IAS 38, un'attività immateriale è un'attività non monetaria, identificabile e priva di consistenza fisica. Il requisito dell'identificabilità è soddisfatto in presenza (anche disgiunta) di una delle due condizioni seguenti (IAS 38, par. 8):

- L'attività sia separabile, cioè atta ad essere separata o divisa dall'entità e venduta, trasferita, data in licenza, affittata o scambiata, o individualmente o insieme ad altri collegati contratti, attività o passività;
- L'attività derivi da contratto o altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall'entità o da altri diritti od obbligazioni.

valore dei primi si attesta in € 237 mila, dei secondi è nullo, il saldo netto è dunque di € 237 mila e non è stato oggetto ad alcuna rettifica;

- Fondo garanzia prodotti per € 55 mila. Tale valore si riferisce a un fondo di garanzia su prodotti venduti prima dell'inizio del contratto di affitto, e relativi ad una commessa John Deere e non è stato oggetto di alcuna rettifica;

- Fondo imposte differite attive pari, alla data del 30.06.2009, a € 17 mila e relativo al fondo garanzia prodotti, che non è stato oggetto di alcuna rettifica.

7.1.3 Aspetti fiscali del conferimento e riflessi valutativi

Il Management, ricorrendone i presupposti, ha scelto di realizzare il conferimento del ramo d'azienda in regime di neutralità fiscale ai sensi dell'art. 176 TUIR.

In particolare, *"il soggetto conferente deve assumere, quale valore delle partecipazioni ricevute, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'azienda conferita e il soggetto conferitario subentra nella posizione di quello conferente in ordine agli elementi dell'attivo e del passivo dell'azienda stessa, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio e i valori fiscalmente riconosciuti"*.

Carraro SpA dovrà, quindi, assumere l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dalla conferitaria e, per tale via, il maggior valore attribuito alle immobilizzazioni materiali di Agritalia SpA non costituirà materia fiscalmente rilevante, generando un effetto fiscale negativo.

Tale valore è stato misurato attualizzando, al tasso WACC, il differenziale di imposta sui maggiori ammortamenti derivanti dalla rivalutazione dei cespiti, calcolati secondo la loro vita utile residua. Il valore così calcolato risulta pari a € 605 mila. Si precisa che la rivalutazione condotta dalla Società sui terreni e fabbricati ha beneficiato dell'agevolazione fiscale prevista dal D.L. 185/2008 che ha comportato l'integrale affrancamento dei maggiori valori via corresponsione di un'imposta sostitutiva. Parallelamente la Società ha provveduto, anche, a riallineare i valori fiscali degli ammortamenti sugli altri beni ai valori contabili (con disinquinamento degli effetti degli ammortamenti anticipati). Per tale via, i valori contabili degli ammortamenti relativi al 2008 hanno anche valenza fiscale. Le imposte latenti da noi calcolate tengono conto, quindi, della sola plusvalenza fra valore contabile netto al 30.06.09 e valore corrente dei

beni oggetto di rivalutazione.

7.1.4 Sintesi del valore patrimoniale

La Tabella seguente sintetizza il valore corrente del ramo d'azienda oggetto di conferimento (ante debito finanziario) alla data di valutazione (30.06.2009), come ottenuto applicando il metodo patrimoniale.

Figura 7.4 – Sintesi del valore patrimoniale del ramo d'azienda (ante debito)

Valori in €.000	VCN 30.06.09	Valore corrente	Plusvalore	Effetto fiscale	Valore corrente netto
Immobilizzazioni immateriali	1	1	0	0	1
Terreni e fabbricati	10.890	11.103	214	(31)	11.073
Impianti e macchinari	1.326	2.822	1.496	(244)	2.578
Attrezzature e altri beni	645	2.092	1.448	(330)	1.762
Totale capitale fisso	12.861	16.019	3.158	(605)	15.414
Crediti verso Carraro SpA	237	237	0	0	237
Fondo garanzia prodotti	(55)	(55)	0	0	(55)
Imposte differite attive	17	17	0	0	17
Valore patrimoniale ramo d'azienda	**13.061**	**16.218**	**3.158**	**(605)**	**15.613**

7.2 Il valore d'uso del complesso funzionante

Il valore d'uso è stato calcolato applicando il metodo finanziario secondo l'approccio *unlevered* che, attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari operativi al costo del capitale, perviene alla stima dell'Enterprise Value (EV), espressione del valore economico delle attività operative dell'intero complesso aziendale. Per determinare il valore del solo ramo d'azienda oggetto di conferimento, da tale EV deve essere scorporato quello relativo alle componenti patrimoniali già di pertinenza di Carraro SpA.

In questa declinazione del metodo, il valore operativo è espresso in funzione dei parametri: entità dei flussi attesi, loro distribuzione temporale e grado di rischio associato alla loro realizzazione.

Nei paragrafi seguenti si procederà ad esporre le proiezioni economico-finanziarie fornite dal Management per il periodo 2009-2012 opportunamente rettificate e integrate per dare compiuta evidenza dei risultati complessivi attribuibili a Divisione Agritalia, integrando alle componenti patrimoniali già presenti in Carraro SpA quelle di Agritalia SpA e riflettendone l'effetto anche nei risultati economici attesi.

Si illustrerà, inoltre, la determinazione del tasso applicato per l'attualizzazione dei flussi finanziari attesi.

7.2.1 I dati economico-patrimoniali del ramo d'azienda

Per apprezzare il valore d'uso di Divisione Agritalia si è reso necessario ricostruire i dati economico-patrimoniali di piano relativi all'intera *business unit*.

Per fare ciò si è proceduto accorpando i dati forniti dal Management, relativi a Divisione Agritalia (ramo d'azienda gestito da Carraro SpA) e quelli di Agritalia SpA (soggetto che detiene la titolarità dei principali *asset* materiali utilizzati da Divisione Agritalia).

Sui primi (dati Divisione Agritalia) si è resa necessaria un'armonizzazione per ricostruire in modo omogeneo le grandezze economiche e patrimoniali nella prospettiva dell'autonomo funzionamento del ramo d'azienda. In particolare, i costi fissi industriali forniti dal Management sono stati depurati della componente relativa al canone di locazione riconosciuto da Carraro SpA a Agritalia SpA per la disponibilità del ramo d'azienda, facendo partecipare al risultato economico di Divisione Agritalia gli *asset* operativi di proprietà di Agritalia SpA nella forma dell'ammortamento.

I dati relativi alla società Agritalia SpA, invece, sono stati assunti al loro valore corrente.

Per esporre in modo omogeneo i dati prospettici 2009-2012 con quelli consuntivi, è stato necessario un percorso di normalizzazione dei dati di Divisione Agritalia. Fino al 30.06.2008, infatti, Divisione Agritalia è stata gestita, seppur con separata contabilizzazione delle operazioni ad essa relative, insieme alle altre attività di Carraro SpA. Solo dal 01.07.2008, con la costituzione della sub-holding Drive Tech SpA, posta a capo della *business unit* Drivelines, i rapporti fra Divisione Agritalia e le altre attività del Gruppo sono stati formalizzati e adeguati a logiche di mercato, sebbene si tratti, comunque, di operazioni infragruppo. In altre parole, le relazioni fra Divisione Agritalia e il Gruppo si sono trasformate da infradivisionali a infrasocietarie.

Alla luce di ciò, i valori relativi agli scambi economici intercorsi fino al 01.07.2008 fra Divisione Agritalia e il Gruppo Carraro sono stati rettificati per omogeneizzarli ai prezzi di scambio *intercompany* fissati a seguito della separazione societaria.

In particolare si è proceduto a:

- adeguare i ricavi dalla vendita di ricambi alle strutture del Gruppo che ne gestivano la distribuzione (ora concentrate in Drive Tech SpA), tenendo conto del *mark-up* applicato post 01.07.2008 e pattuito all'interno del Gruppo;

- integrare i costi di acquisto di componenti da altre *business unit* del Gruppo, aggiornandoli ai prezzi *intercompany* stabiliti fra le Parti a seguito della divisione societaria delle stesse rispetto alla Capogruppo;

- integrare i costi di struttura degli importi relativi ai costi per servizi centrali (coordinamento *engineering, strategic planning,* amministrazione, sistemi informativi, ecc.) che la Capogruppo Carraro SpA svolge per le diverse *business unit.* Tali valori, identificati come "Headquarter – HQ – *allocation*" sono stati forniti dal Management e sono stati ricalcolati assumendo le regole di allocazione in vigore alla data di redazione della perizia;

- integrare gli ammortamenti previsti dal Management nelle proiezioni 2009-2012, relativi agli investimenti in attrezzature e impianti funzionali al rinnovo del capitale tecnico e allo sviluppo dei nuovi prodotti e dei volumi di vendita, con i valori relativi agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali tecniche oggetto di conferimento, calcolati a partire dal valore corrente espresso da PRAXI e della vita utile residua.

Infine, le rettifiche apportate ai dati storici hanno ricompreso anche talune normalizzazioni volte a depurare i risultati economici di elementi non ricorrenti. Le rettifiche hanno interessato la voce "Recupero danni clienti/fornitori" (all'interno della voce "Altri costi variabili") e si riferiscono a addebiti a fornitori del Gruppo per ritardi di consegna o prodotti difettati.

La Figura seguente riporta i risultati gestionali normalizzati di Divisione Agritalia per il periodo 2008 - 2012. Si specifica che i dati dal 2H 2008 sono già allineati alle nuove logiche di trasferimento *intercompany* a prezzi di mercato.

Figura 7.5 - Risultati economici 2008-2012 normalizzati Divisione Agritalia

Conto economico normalizzato	2008	1H 09	2009	2010	2011	2012
Valori in €.000						
Fatturato	**107.558**	**36.979**	**62.895**	**64.540**	**91.800**	**105.210**
Materie prime e materiali	(81.054)	(28.042)	(48.150)	(47.711)	(67.861)	(78.259)
Lavorazioni esterne	(719)	(263)	(415)	(400)	(560)	(640)
Trasporti	(1.289)	(408)	(701)	(731)	(1.035)	(1.190)
Garanzia prodotti	(2.079)	(471)	(707)	(955)	(1.228)	(1.223)
Provvigioni nette	(402)	(83)	(162)	(195)	(261)	(286)
Altri costi variabili	(583)	(157)	(317)	(295)	(515)	(630)
Costi variabili	**(86.126)**	**(29.424)**	**(50.452)**	**(50.287)**	**(71.460)**	**(82.228)**
% su fatturato	-80,1%	-79,6%	-80,2%	-77,9%	-77,8%	-78,2%
Prestazioni industriali	(1.287)	(518)	(915)	(810)	(1.272)	(1.638)
Costo del personale industriale	(6.028)	(2.860)	(4.664)	(4.649)	(5.736)	(6.386)
Costi industriali	**(7.315)**	**(3.378)**	**(5.579)**	**(5.459)**	**(7.008)**	**(8.024)**
% su fatturato	-6,8%	-9,1%	-8,9%	-8,5%	-7,6%	-7,6%
Costo del personale SG&A	(4.257)	(2.466)	(4.121)	(3.846)	(4.132)	(4.161)
Prestazioni e consulenze	(497)	(221)	(530)	(444)	(444)	(444)
Costi commerciali	(34)	(51)	(57)	(180)	(180)	(180)
Canoni	(84)	(57)	(110)	(181)	(181)	(181)
HQ allocation	(840)	(443)	(886)	(720)	(745)	(747)
Altre spese SG&A	(1.402)	(226)	(458)	(638)	(758)	(798)
Costi SG&A	**(7.114)**	**(3.464)**	**(6.162)**	**(6.009)**	**(6.440)**	**(6.511)**
% su fatturato	-6,6%	-9,4%	-9,8%	-9,3%	-7,0%	-6,2%
EBITDA	**7.003**	**713**	**702**	**2.785**	**6.892**	**8.447**
% su fatturato	6,5%	1,9%	1,1%	4,3%	7,5%	8,0%
Amm.ti beni Divisione Agritalia	(251)	(159)	(603)	(920)	(1.066)	(1.314)
Amm.ti beni Agritalia SpA	(1.233)	(492)	(983)	(981)	(981)	(981)
Totale ammortamenti	(1.484)	(651)	(1.586)	(1.901)	(2.047)	(2.295)
EBIT	**5.519**	**62**	**(884)**	**884**	**4.845**	**6.152**
% su fatturato	5,1%	0,2%	-1,4%	1,4%	5,3%	5,8%
Totale costo del personale	(10.285)	(5.326)	(8.785)	(8.495)	(9.868)	(10.547)
% su fatturato	-9,6%	-14,4%	-14,0%	-13,2%	-10,7%	-10,0%

I dati relativi agli asset di Agritalia SpA, espressi a valori correnti, sono stati incorporati a quelli di Divisione Agritalia a partire dall'esercizio 2008. Il valore delle immobilizzazioni tecniche è stato adeguato a quello fornito da PRAXI per la medesima data.

L'integrazione dei dati di Agritalia SpA nei prospetti di Divisione Agritalia ha comportato i seguenti passi:

- rivalutazione delle immobilizzazioni materiali (impianti e macchinari specifici, attrezzature e altri beni) al 31.12.2008 dell'importo indicato dal consulente tecnico e ricalcolo dei relativi ammortamenti sulla base della vita tecnica utile residua indicata;

- riespressione del valore contabile netto delle migliorie su beni di terzi apportate da Carraro SpA ai beni in locazione di proprietà di Agritalia SpA in funzione della prospettiva di continuità di gestione del ramo d'azienda rispetto all'originaria durata del contratto di affitto[6];

- considerazione del valore residuo del fondo garanzia prodotti a copertura di quelli venduti da Agritalia SpA precedentemente alla data di efficacia del contratto di locazione e il relativo fondo imposte differite attive;

- integrazione dei crediti di Agritalia SpA verso Carraro SpA, per un importo di € 237 mila, a valere su Divisione Agritalia per fornitura di servizi; si precisa che il debito equivalente è già incluso nel capitale circolante netto di Divisione Agritalia (solo parte Carraro SpA) con effetto nullo sul valore del capitale circolante netto complessivo.

Un'ulteriore rettifica ha riguardato la consistenza dei crediti commerciali al 30.06.2009 che sono stati integrati con le somme cedute pro soluto al fine di esprimere il normale fabbisogno di circolante dell'azienda.

La Figura seguente riporta i dati patrimoniali normalizzati relativi a Divisione Agritalia per il periodo 2008-2012.

[6] Con riferimento agli interventi di ammodernamento e miglioria eseguiti sui cespiti in locazione, si segnala che gli stessi erano stati portati in ammortamento in funzione della durata residua del contratto di locazione e, pertanto, il loro valore contabile risulta azzerato al 31.12.2008. Il processo di normalizzazione ne ha previsto il ricalcolo sulla base della loro vita economica utile residua.

Figura 7.6 - Dati patrimoniali 2008 – 2012 normalizzati Divisione Agritalia

Stato patrimoniale normalizzato	2008	1H 09	2009	2010	2011	2012
Valori in €.000						
Rimanenze	21.577	12.369	11.753	11.216	10.825	10.425
Crediti commerciali	15.772	10.852	9.413	9.971	12.786	14.606
Debiti commerciali	(33.690)	(20.588)	(17.224)	(10.913)	(15.493)	(17.815)
Capitale circolante netto op.	**3.659**	**2.633**	**3.942**	**10.274**	**8.118**	**7.216**
Altre attività correnti	108	192	249	249	249	249
Altre passività correnti	(5.227)	(5.658)	(5.005)	(5.005)	(5.005)	(5.005)
Capitale circolante netto	**(1.460)**	**(2.833)**	**(814)**	**5.518**	**3.362**	**2.460**
Imm.ni immateriali	3	1	0	0	0	0
Terreno di pertinenza sede	3.831	3.831	3.831	3.831	3.831	3.831
Fabbricati e costruzioni leggere	7.414	7.272	7.131	6.849	6.567	6.285
Impianti e macchinari	2.951	2.822	2.693	2.435	2.178	1.920
Attrezzature e altri beni	2.312	2.092	1.872	1.431	991	550
Immobilizzazioni Agritalia SpA	16.511	16.019	15.527	14.547	13.566	12.586
Imm.ni immateriali	433	396	304	304	304	304
Migliorie beni di terzi	238	229	220	202	184	166
Imm.ni materiali	3.749	3.872	4.610	4.510	5.393	6.323
Immobilizzazioni Divisione Agritalia	4.420	4.497	5.134	5.016	5.881	6.793
Capitale fisso operativo	**20.930**	**20.516**	**20.661**	**19.562**	**19.447**	**19.378**
Immobilizzazioni finanziarie	7	5	6	6	0	0
Imposte differite attive	2.120	2.202	2.298	2.120	2.120	2.120
Garanzia prodotti Agritalia SpA	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)
Garanzia prodotti Div.ne Agritalia	(399)	(399)	(399)	(399)	(399)	(399)
Fondo garanzia prodotti	(454)	(454)	(454)	(454)	(454)	(454)
Altri fondi rischi	(3.338)	(2.815)	(2.729)	(1.780)	(1.780)	(1.780)
Capitale investito netto	**17.805**	**16.621**	**18.968**	**24.972**	**22.695**	**21.724**

7.2.2 TFR

Il fondo TFR è iscritto già nella contabilità di Carraro SpA. Esso è pari, al 30.06.2009, a € 1,7 mln ai sensi della contabilizzazione ex *Italian Gap*. A seguito della recente riforma, tutti i dipendenti di Agritalia, i cui contratti dalla data dell'affitto sono in capo a Carraro SpA, hanno, in conformità alle prescrizioni normative, convogliato le loro indennità di pensione in un fondo pensione scelto o nel fondo pensione dell'INPS. Il fondo TFR in oggetto, per Divisione Agritalia, costituisce quindi un debito cristallizzato dell'azienda verso i propri dipendenti e, come tale, non è stato considerato all'interno del capitale investito netto. Data la natura di tale posta, in capo a Carraro SpA, ai fini del calcolo del valore del ramo d'azienda non se ne è tenuto conto.

7.2.3 Il capitale investito netto al 30.06.2009

In precedenza è stato esposto il capitale investito netto relativo a Divisione Agritalia. Esso è costituito, in parte, da asset di Agritalia SpA, in parte da asset di Carraro SpA. Per rendere più chiara l'esposizione del percorso valutativo adottato, le tabelle che seguono distinguono il valore del capitale investito netto fra le due entità giuridiche.

Figura 7.7 – Capitale investito netto Divisione Agritalia

CIN di Divisione Agritalia in Carraro SpA	1H 09	CIN di Divisione Agritalia in Agritalia SpA	1H 09
Valori in €.000		*Valori in €.000*	
Capitale circolante netto	**(3.070)**	**Capitale circolante netto**	**237**
Imm.ni immateriali	396	Imm.ni immateriali	1
Migliorie beni di terzi	229	Terreno di pertinenza sede	3.831
Imm.ni materiali	3.872	Fabbricati e costruzioni leggere	7.272
Totale immobilizzazioni	**4.497**	Impianti e macchinari	2.822
Immobilizzazioni finanziarie	5	Attrezzature e altri beni	2.092
Imposte differite attive	2.185	**Totale immobilizzazioni**	**16.019**
Fondo garanzia prodotti	(399)	Imposte differite attive	17
Altri fondi rischi	(2.815)	Fondo garanzia prodotti	(55)
Capitale investito netto	**402**	**Capitale investito netto**	**16.218**

7.2.4 Il costo del capitale

Per la stima del valore d'uso è stato necessario stimare il costo del capitale nella configurazione di costo medio ponderato (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC) che esprime l'onerosità delle fonti che l'azienda attinge a titolo di debito e di capitale (*equity*) per finanziare le attività (*asset*).

Il costo dell'*equity* è stato misurato attraverso la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo cui il tasso di rendimento atteso dell'*equity* è pari alla somma del rendimento di strumenti finanziari privi di rischio (R_f) e di un premio che esprime la rischiosità sistematica dell'investimento rispetto al mercato, ossia l'extra-rendimento atteso del portafoglio di mercato rispetto al *risk free rate* R_f (R_m–R_f), moltiplicato per il fattore beta – β – espressivo della rischiosità relativa dell'azienda rispetto al portafoglio di mercato.

Nel costo del capitale è stato incluso anche un correttivo per tener conto dell'effetto dimensione (R_{SC}, *Small Cap Size Effect*), quantificato nella misura dell'1%.

In via analitica, il costo dell'*equity* secondo l'impostazione qui seguita è sintetizzato nell'espressione seguente:

$$K_E = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_{sc}$$

Il rendimento privo di rischio, R_f, è stato rilevato sul mercato. La *proxy* di R_f è stata identificata nel Bund tedesco con scadenza a 10 anni. Al momento della valutazione tale tasso si attesta intorno al 3,23% (Fonte Bloomberg 30.10.2009).

Il tasso *risk free* è poi stato incrementato del cosiddetto premio per il rischio calcolato quale prodotto tra l'*equity risk premium* (ERP) di mercato e il β.

L'ERP di mercato, definito come extra-rendimento delle azioni rispetto ad attività prive di rischio, esprime la maggiore remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio rispetto ad impieghi a rischio sostanzialmente nullo. Esso è stato fissato, sulla base di valori desunti da primari *database* finanziari (segnatamente Bloomberg e Damodaran), pari al 6,76%, valore collocato entro un intervallo accettabile dalla teoria e dalla pratica valutativa. Tale tasso è tipicamente stimato sia in relazione ad analisi storiche di lungo periodo sull'extra-rendimento di un portafoglio azionario rispetto a titoli di stato, sia elaborando, in base a un modello DCF applicato a un portafoglio azionario, i rendimenti impliciti nei prezzi correnti di mercato.

Il coefficiente β è stato determinato assumendo a riferimento i β di società comparabili, operanti nel mercato di Agritalia SpA e desunti dalla banca dati Bloomberg. Il β *levered*[7] che si rileva dalle quotazioni di Borsa è stato "delevereggiato" in funzione della struttura finanziaria delle diverse società[8], così da ottenere il β *unlevered* ricercato (arrotondato a 0,82).

Tale dato è stato poi sottoposto al processo di *re-levering*, sulla base di una struttura finanziaria obiettivo in linea con il valore mediano del medesimo dato osservato nel campione di società comparabili (rapporto debito/capitale proprio del 50%).

Sulla base di queste assunzioni, il costo del capitale proprio (K_E) è stato quantificato in misura pari all'12,54%.

Il costo del debito è stato assunto pari al costo medio richiesto al Gruppo Carraro dal sistema bancario e pari al 7,00%. Confrontando tale tasso con il *risk free rate*, ne emerge uno *spread* di 3,77% che esprime il rischio di credito (*credit risk spread*) connesso alla probabilità di *default* del debito (e alla perdita attesa in caso di *default*). Tenuto conto dello scudo fiscale connesso agli oneri finanziari (t_D), pari a 27,5%[9], il costo del debito si attesta, ai fini della presente valutazione, al 5,08%.

---

[7] Il valore di β considerato è stato desunto dal *database* Bloomberg con riferimento al periodo 29.10.2004 - 23.10.2009 con osservazioni settimanali.

[8] Calcolata a partire dal dato di *net debt last reported* e la *market capitalization* puntuale al 19.10.2009.

[9] Misura pari al tasso di risparmio fiscale sugli oneri finanziari attualmente presente in Italia. A ben vedere tale tasso dovrebbe essere oggi rettificato per l'eventuale dilazione nel manifestarsi dello scudo fiscale sul debito, in presenza di oneri finanziari superiori al 30% del margine operativo lordo (o EBITDA). Date le

Tutto ciò premesso, il costo medio ponderato del capitale in termini nominali (WACC) è stato calcolato come somma ponderata del costo dell'*equity* e del debito secondo la seguente relazione:

$$WACC = (\frac{D}{D+E}) * K_d + (\frac{E}{D+E}) * K_e$$

Per quanto concerne la struttura finanziaria, si è ipotizzato, in coerenza con quanto in precedenza indicato, un rapporto D/EV obiettivo a valori di mercato del 33,3%.

In sintesi, il WACC utilizzato per attualizzare i flussi monetari operativi è pari a 10,05%, come dettagliato nella Figura seguente.

Figura 7.8 - Costo medio ponderato del capitale

WACC	
Risk free rate (R_f)	3,23%
Premio per il rischio azionario (Pm)	6,76%
Beta levered (β_{EL})	1,23
Small Size Premium (R_{sc})	1,0%
Costo del capitale proprio (K_e)	**12,54%**
Debt/Equity (D/E)	50,0%
Costo medio del debito	7,00%
Tasso di risparmio fiscale (t_D)	27,5%
Costo medio netto del debito (K_d)	**5,08%**
WACC	**10,05%**

7.2.5 Sintesi del valore d'uso

Per la stima del valore d'uso si è proceduto a calcolare i flussi finanziari operativi netti per ciascun anno di piano sulla base dei dati derivanti dalle proiezioni del Management.

All'EBITDA desunto dalle proiezioni sono state sottratte le imposte figurative calcolate applicando le aliquote IRES e IRAP, definendo, così, la grandezza economica NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*).

Si specifica che le imposte figurative sull'EBIT sono state stimate considerando ammortamenti calcolati a partire dal valore corrente delle immobilizzazioni e della vita utile residua indicati nella perizia tecnica immobiliare. L'effetto fiscale negativo

---

assunzioni sulla struttura finanziaria obiettivo e le proiezioni sull'EBITDA qui utilizzate, tale condizione, nel nostro caso, non si verifica mai, fatto salvo nel 2H 2009 il cui impatto, comunque, è marginale, con la conseguente piena deducibilità nella misura indicata (27,5%) del costo del debito.

connesso alla non deducibilità del maggior valore degli ammortamenti rispetto a quelli contabili è stato considerato separatamente.

Dal NOPAT si è giunti al flusso finanziario operativo netto imposte (*Free Cash Flow from Operations*-FCFO), sommando algebricamente gli ammortamenti, la variazione del capitale circolante netto (CCN), gli investimenti e le variazioni dei fondi operativi.

Il flusso residuo è stato stimato assumendo livelli di fatturato e di EBITDA in valore assoluto pari alla media dei valori degli ultimi tre anni di piano. Con ciò si è voluto dar conto, da un lato, degli elementi di ciclicità che caratterizzano, tipicamente, il settore agricolo, dall'altro, dell'incertezza connessa al realizzarsi delle proiezioni di piano secondi i tassi e i valori indicati. Il valore di EBITDA così identificato è stato previsto mantenersi costante assumendo, pertanto, un tasso di crescita nominale (*growth rate – g –*) nullo. Tale ipotesi comporta che la variazione del CCN sia pari a zero e gli ammortamenti siano pari agli investimenti. Quest'ultimi sono stati calcolati assumendo la medesima incidenza sul fatturato registrata nell'ultimo anno di piano (2012).

7.9 - Stima dei flussi finanziari operativi netti del ramo d'azienda

Valori in €.000	2009*	2010	2011	2012	TV
Fatturato	25.916	64.540	91.800	105.210	87.183
EBITDA	(11)	2.785	6.892	8.447	6.041
EBITDA margin	0,0%	4,3%	7,5%	8,0%	6,9%
Ammortamenti	(936)	(1.901)	(2.047)	(2.295)	(1.845)
EBIT	(947)	884	4.845	6.152	4.197
Imposte su EBIT	162	(609)	(1.906)	(2.343)	(1.694)
NOPAT	(784)	275	2.939	3.809	2.503
Ammortamenti	936	1.901	2.047	2.295	1.845
Flusso di circolante operativo netto	151	2.176	4.986	6.104	4.348
Variazione capitale circolante netto	(2.019)	(6.332)	2.156	902	0
Flusso finanziario op. corrente netto	(1.868)	(4.156)	7.142	7.006	4.348
Totale investimenti operativi	(1.081)	(802)	(1.931)	(2.226)	(1.845)
% investimenti su ricavi	4,2%	1,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Variazione fondi operativi e altri	(183)	(771)	6	0	0
Flusso finanziario operativo netto	(3.132)	(5.729)	5.217	4.780	2.503

* Dato relativo al periodo lug-dic 2009

I flussi finanziari operativi netti (FCFO) attesi a piano sono stati attualizzati alla data di valutazione (30.06.2009) applicando il tasso WACC (10,05%). Il valore attuale dei FCFO di piano è risultato negativo per € 0,4 mln.

Il TV, pari a € 24,9 mln, è stato stimato applicando al FCFO a regime la formula della rendita perpetua con g nominale nullo. Tale valore è stato attualizzato al costo del capitale (WACC) ottenendo un valore attuale di € 17,8 mln.

Dalla sommatoria del valore attuale FCFO di piano e del valore attuale del TV, si è ottenuto il valore economico del capitale investito (Enterprise Value – EV –) del ramo d'azienda Agritalia al 30.06.2009 pari a € 17,4 mln. Tale valore esprime il complesso delle attività operative di Divisione Agritalia, incluse sia quelle in locazione, e di proprietà di Agritalia SpA, sia quelle cumulate nel bilancio di Carraro SpA per effetto della gestione del ramo d'azienda.

Sottraendo all'EV così ottenuto il capitale investito netto di Carraro SpA (pari a € 0,402 mln), e l'effetto fiscale connesso alla rivalutazione delle immobilizzazioni per € 0,605 mln, si è pervenuti al valore d'uso del ramo d'azienda Agritalia che si attesta in € 16,4 mln.

7.10 – Stima del valore d'uso del ramo d'azienda (ante debito)

Valori in €.000	
WACC	10,05%
Valore attuale FCFO di piano	(424)
Growth rate (g)	0,0%
Valore residuo	24.895
Valore attuale valore residuo	17.802
Enterprise value	**17.379**
CIN Divisione Agritalia in Carraro SpA	402
VA effetto fiscale rivalutazione Imm.ni	(605)
Valore d'uso ramo d'azienda	**16.371**

A completamento della stima condotta, è stata predisposta un'analisi di sensitività sul valore d'uso del ramo d'azienda Agritalia utilizzando come variabili indipendenti il tasso di crescita a regime (g) e il costo del capitale (WACC). Il valore del ramo d'azienda conferito può essere, per tale via, compreso tra un minimo di € 12,1 mln (g = -2,0%; WACC = 11,05%) e un massimo di € 24,3 mln (g = 2,0%; WACC = 9,05%) come dettagliato nella Figura seguente.

In considerazione del contesto e della situazione del mercato in cui opera Divisione Agritalia, si è ritenuto opportuno collocare la valutazione del valore d'uso del ramo d'azienda nella parte media del range di valori considerato (€ 16,371 mln).

7.11 - Sensitivity sul valore d'uso del ramo d'azienda Agritalia [valori in € .000]

Tasso di crescita - g - \ WACC	9,05%	9,55%	10,05%	10,55%	11,05%
-2,0%	€ 15.818	€ 14.754	€ 13.780	€ 12.884	€ 12.059
-1,0%	€ 17.296	€ 16.071	€ 14.958	€ 13.942	€ 13.012
0,0%	€ 19.103	€ 17.665	€ 16.371	€ 15.201	€ 14.138
1,0%	€ 21.359	€ 19.632	€ 18.098	€ 16.725	€ 15.489
2,0%	€ 24.255	€ 22.122	€ 20.254	€ 18.605	€ 17.140

Si specifica che il valore di € 16,371 mln risulta significativamente inferiore a quello espresso dall'applicazione di multipli di mercato, riferiti a società quotate e a transazioni comparabili, che non sono stati, però, considerati esplicitamente in questa perizia data la notevole diversità (in termini di dimensioni, portafoglio aree d'affari e gamma di prodotti, dotazione di marchi e reti distributive proprie) tra il ramo d'azienda oggetto di stima e le società "comparabili".

Il valore d'uso così stimato può essere confrontato con quello ottenuto dall'applicazione del metodo patrimoniale ottenendo un differenziale pari a € 0,758 mln. Tale delta è espressivo del valore delle componenti intangibili generiche, non valutate in via analitica, e identificabili, nel caso specifico, con il *know-how* di processo e prodotto, con i marchi aziendali e con l'insieme delle relazioni e del livello di reputazione raggiunto con primari gruppi di clienti a livello internazionale. L'insieme di questi elementi è stato ricondotto al valore generico di avviamento.

7.12 – Avviamento del ramo d'azienda

Valori in €.000	
Valore d'uso	16.371
Valore patrimoniale	15.613
Avviamento ramo d'azienda	**758**

8 SINTESI DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO

L'oggetto della presente perizia, ex art. 2343 c.c., è il valore economico di conferimento del ramo di azienda che la società Agritalia SpA intende effettuare nella società Carraro SpA.

Il conferimento presenta aspetti di particolare criticità in quanto si caratterizza come operazione fra parti correlate ai sensi dell'art. 2, lett. h), del Regolamento Emittenti e del principio contabile internazionale IAS 24, in quanto Agritalia SpA e Carraro SpA sono soggette entrambe al controllo di Finaid SpA, holding finanziaria del Gruppo Carraro. Finaid SpA controlla il 100% di Agritalia SpA e il 54,25% di Carraro SpA.

Altro aspetto rilevante è il fatto che il ramo d'azienda, dal 2005, è gestito da Carraro SpA (caratterizzandone la Divisione Agritalia), in forza di un contratto di affitto d'azienda e tra questa Divisione - specializzata nel *design* e nella produzione di trattori agricoli - e le altre business *business unit* di Carraro si manifestano significative sinergie.

Per giungere ad esprimere un giudizio sul valore del ramo d'azienda al 30 giugno 2009, si è applicato il metodo patrimoniale che stima il valore corrente delle singole componenti patrimoniali oggetto di conferimento. L'applicazione di tale metodo ha comportato la rettifica del valore contabile degli elementi costituenti il ramo d'azienda per adeguarli al valore corrente. Per il valore delle immobilizzazioni, preponderante rispetto all'intero valore del ramo d'azienda, si è fatto riferimento a perizia tecnica di stima redatta da consulente esterno allo scopo incaricato. Tutte le altre poste patrimoniali sono state confermate al loro valore contabile. Sui plusvalori emersi è stato calcolato il relativo effetto fiscale latente.

Il metodo patrimoniale ha condotto a una stima del valore del ramo d'azienda al 30.06.2009 di € 15,6 mln che esprime un plusvalore rispetto ai dati contabili (€ 13,1 mln) di € 2,5, al netto dell'effetto fiscale.

Poiché gli elementi patrimoniali si collocano all'interno di un complesso funzionante, il loro valore è stato successivamente giudicato anche in base ai flussi di risultati attesi futuri dal loro utilizzo. Si è proceduto così a stimarne il valore d'uso applicando il metodo DCF sulla base dei dati prospettici forniti dal Management per il periodo 2009-

2012. Dal valore delle attività operative, ottenuto attualizzando i flussi finanziari operativi netti a piano e a residuo a un tasso rappresentativo del costo del capitale (10,05%), è stato dedotto il capitale investito netto di Divisione Agritalia già disponibile per Carraro SpA. Inoltre, il valore d'uso è stato espresso al netto dell'effetto fiscale latente sui plusvalori riconosciuti alle immobilizzazioni industriali.

Il valore d'uso del ramo d'azienda oggetto di conferimento conduce a un valore di € 16,4 mln. Si sottolinea che tale valore si basa sulle proiezioni economico-patrimoniali fornite dal Management. Nel contesto attuale di crisi dell'economia, che aumenta le difficoltà delle imprese nel formulare piani e stime previsionali, non è agevole esprimere un giudizio in merito al livello di ragionevolezza/attendibilità di tali piani.

Dal confronto tra valore d'uso e valore patrimoniale del ramo aziendale emerge un differenziale positivo di € 0,758 mln, qualificabile come "avviamento", che sintetizza il valore delle componenti intangibili riconducibili, nel caso di specie, al *know-how* di prodotto e di processo, ai marchi storici aziendali, nonché al livello di reputazione verso primari gruppi di clienti.

In sintesi, il valore del ramo d'azienda oggetto di conferimento è stato stimato in € 16,4 mln, pari al valore patrimoniale corrente integrato da un valore di avviamento, espressivo degli elementi immateriali riconducibili al complesso funzionante. Tale valore può, quindi, qualificarsi come valore patrimoniale complesso del ramo aziendale.

Tenuto conto che oggetto di conferimento è anche un debito finanziario di importo pari a € 5,0 mln, il valore netto del ramo d'azienda può attestarsi a € 11,371 mln.

8.1 – Stima del valore del ramo d'azienda al 30.06.2009

Valori in €.000	
Valore patrimoniale del ramo d'azienda	15.613
Avviamento	758
Debito finanziario conferito	(5.000)
Valore ramo d'azienda in conferimento	**11.371**

Si conferma, quindi, che il valore del ramo di azienda è almeno pari al valore dell'aumento di capitale che sarà sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Carraro SpA per un importo che, sulla base delle trattative in corso, è fissato in € 11,371 mln, comprensivo di eventuale sovraprezzo.

Padova, 9 novembre 2009

Prof. Fabio Buttignon