

UNIECO

SOC. COOPERATIVA IN LIQ. COATTA AMM.VA

RELAZIONE DI STIMA
DEL PACCHETTO AZIONARIO DI PARTECIPAZIONE
NELLA SOCIETÀ PAR.CO. S.P.A.

ESPERTO INCARICATO DELLA RELAZIONE DI STIMA:
PROF. DOTT. LUCA CARRA

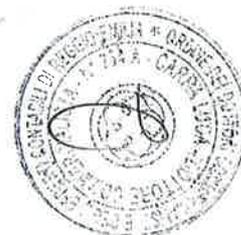


IL SOTTOSCRITTO:

DOTT. LUCA CARRA, NATO A REGGIO EMILIA IL 28.10.1961, IVI RESIDENTE IN VIALE UMBERTO I 18/1, C.F. CRRLCU61R28H223C,

- ISCRITTO ALL'ALBO DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DELLA CIRCOSCRIZIONE DI REGGIO EMILIA AL N. 754 A DI ORDINE ED AL REGISTRO REVISORI LEGALI AL N. 167012;
- PROFESSORE UNIVERSITARIO TITOLARE DELL'INSEGNAMENTO DI GESTIONE AZIENDALE PRESSO L'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MODENA E REGGIO EMILIA - FACOLTÀ DI INGEGNERIA GESTIONALE;
- KEY EXECUTIVE, SOGGETTO INDIVIDUATO DA BORSA ITALIANA COME QUALIFICATO PER OPERARE NELL'AMBITO DI STRUTTURA ORGANIZZATIVA NOMAD (NOMINATED ADVISER) AL FINE DI VALUTARE L'APPROPRIATEZZA DELL'ACCESSO DI SOCIETÀ AL MERCATO DEL CAPITALE AIM (ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET);

ESPERTO DESIGNATO DALLA SOCIETÀ UNIECO PER LA VALUTAZIONE ECONOMICA DEL PACCHETTO AZIONARIO POSSEDUTO IN PARCO S.P.A. DESTINATO ALLA CESSIONE NELL'AMBITO DEL PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA, RENDE DI SEGUITO LA PROPRIA RELAZIONE DI STIMA.



1. ILLUSTRAZIONE E MOTIVAZIONE DELLA RELAZIONE

1.1 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Oggetto della presente RELAZIONE DI STIMA è determinare il valore della partecipazione detenuta da Unieco Soc. Cooperativa in Liquidazione Coatta Amministrativa, nel capitale della società "PAR.CO. S.P.A."; in particolare si tratta della determinazione del valore economico sia della partecipazione che del valore unitario delle 3.566 azioni attualmente possedute e pari al 2,93% della società "PAR.CO. S.P.A.", società con sede in Reggio Emilia (RE), Via Danubio n.19, iscritta al Registro Imprese di Reggio Emilia, con attribuzione di codice fiscale e partita iva n. 00127720357. La **finalità** dell'incarico è quella di definire, a seguito di specifico incarico del committente Unieco, un congruo valore di cessione della partecipazione in riferimento, per meglio supportare la realizzazione del percorso liquidatorio tipico della procedura in corso.

Conseguentemente la ratio di sviluppo e l'uso di questa Relazione di Stima sono unicamente finalizzati ed utilizzabili rispetto alla finalità indicata.

1.2 RIFERIMENTO TEMPORALE

Il riferimento normativo per effettuare la Relazione di Stima della società è la data di redazione della presente Relazione di Stima che pertanto fa riferimento alla data odierna; il processo di analisi è basato sul bilancio consuntivo 2019 della società Par.co S.p.A., nonché sul progetto di bilancio al 31 dicembre 2020, inoltre considera anche gli effetti del recente aumento di capitale di cui alla parte straordinaria dell'assemblea della società del 29 marzo 2021.

1.3 BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

La società oggetto di stima è "PAR.CO. S.P.A.", la cui sede si trova in Via Danubio n.19, a Reggio Emilia (RE) 42124.

La società ha ad oggetto "lo svolgimento in via esclusiva di **attività di natura finanziaria**, in particolare **l'assunzione di partecipazioni in società e/o** enti costituiti o costituendi, non nei confronti del pubblico. La società, nell'ambito della predetta attività, ha altresì ad oggetto, sempre non nei confronti del pubblico, l'esercizio delle attività di:

- concessione di finanziamenti;
- intermediazione in cambi;
- servizi di incasso pagamento;
- coordinamento tecnico amministrativo e finanziario delle società partecipate e/o comunque appartenenti allo stesso gruppo".

Coerentemente con la previsione dell'oggetto sociale, alla data di riferimento della presente RELAZIONE DI STIMA, la società detiene partecipazioni di controllo in tre Sub-holding, operanti nelle attività di:



- “servizi di assistenza sociale residenziale”, con la controllata Welfare S.p.A. posseduta al 62,12%, cui fanno capo le singole società operative nonché Fysis S.r.l., che è attiva come di seguito nella;
- “gestione e locazione di immobili”; la controllata Fysis S.r.l. è posseduta al 100% da Welfare S.p.A. Inoltre, Fysis come del resto Welfare, detengono partecipazioni di controllo e/o totalitarie in una serie significativa di società funzionali allo sviluppo dei relativi business;
- “food” con la controllata Tavola Emiliana, posseduta al 96,17%, cui fa capo il Raviolificio Bertarini da questa controllato al 100%, e la collegata Grandi Pastai Italiani S.p.A. detenuta al 32,30%.

Par.Co inoltre detiene partecipazioni di controllo in:

- Retecoop S.r.l., posseduta al 100% e che opera nel campo della concessione di leasing e compravendite immobiliari;
- Serena S.r.l., posseduta al 100%
- Simona S.r.l., posseduta al 100%
- Montemartini S.r.l., posseduta al 100% operante nell’ambito agricolo;

e partecipazioni minoritarie di collegamento in:

- Cooperare S.p.A., con una partecipazione dell’11,09%, società finanziaria operante sia come holding che nel merchant banking, detiene il 3,78% di Unipol S.p.A.;
- Piacenza Wine Group S.r.l., posseduta al 30%, società operante nei progetti di valorizzazione delle produzioni vitivinicole locali;
- Assicoop Emilia Nord S.p.A, posseduta al 24%, società di assicurazione del gruppo UnipolSai operante nel ramo property e danni;
- Assicura S.p.A., posseduta al 38,15%, società di brokeraggio assicurativo, controllata dal Gruppo Cassa Centrale-Credito Cooperativo Italiano;
- Sicrea S.r.l., posseduta al 18,98%, società operante nel campo edile.

La società PARCO redige sia il bilancio separato che il bilancio consolidato di gruppo dove il consolidamento avviene prevalentemente con il metodo integrale/patrimoniale.

1.4 DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Oltre alle informazioni di pubblico dominio rilevanti ai fini delle analisi sviluppate nella RELAZIONE, lo scrivente, nell’espletamento dell’incarico ricevuto, ha avuto discussioni e colloqui sia con il Committente che con l’alta direzione di Par.Co S.p.A.

Qui di seguito la documentazione utilizzata dallo scrivente per formulare le proprie analisi:

Bilanci civilistici separati, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi **2017, 2018, 2019 di PAR.CO. S.P.A.**, completi della Nota Integrativa, della Relazione sulla Gestione, della Relazione del Collegio Sindacale e della Società di Revisione oltre alle risultanze contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale separati pro-forma al 31 Dicembre 2020 della società;



- **Bilanci civilistici separati**, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi **2017, 2018, 2019 della società controllata Welfare Italia S.p.A.**, completi della Nota Integrativa, della Relazione sulla Gestione, della Relazione dell'Organo di Controllo e della Società di Revisione, oltre alle risultanze contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale separati pro-forma al 31 Dicembre 2020 della società;
- **Bilanci certificati, civilistici separati**, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi **2017, 2018, 2019 della società controllata Fysis S.r.l.**, completi della Nota Integrativa, della Relazione sulla Gestione, della Relazione dell'Organo di Controllo e della Società di Revisione, oltre alle risultanze contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale separati pro-forma al 31 Dicembre 2020 della società;
- **Bilanci civilistici** approvati dagli organi competenti, per gli esercizi **2017, 2018, 2019 delle società controllate da Welfare Italia S.p.A. e da Fysis S.r.l.**, completi della Nota Integrativa, della Relazione sulla Gestione e della Relazione dell'Organo di Controllo, oltre alle risultanze contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale separati pro-forma al 31 Dicembre 2020 della società;
- **Bilanci consolidati** approvati dagli organi competenti, per gli esercizi **2018 e 2019 del gruppo PAR.CO.** completi della Nota Integrativa, della Relazione sulla Gestione e della Relazione dell'Organo di Controllo, oltre alle risultanze contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale separati pro-forma al 31 Dicembre 2020 consolidati del gruppo in riferimento;
- Verbale dell'Assemblea Straordinaria dei Soci di Par.Co S.p.A. del 29 marzo 2021 che ha deliberato un aumento di capitale di Euro 1,5 milioni;
- Contratto di cessione delle società cedute nel 2021: Tavola Emiliana S.r.l., Grandi Pastai Inc., Raviolificio Bertarini S.r.l., Grandi Pastai Italiani S.p.A., Montemartini S.r.l.;
- Analisi tecnica del patrimonio immobiliare residuo detenuto da Par.co. S.p.A., redatta e siglata dall'Ing. Ermanno Panciroli riportata in Allegato A;
- Analisi elaborata dal Prof. A. Damodaran della Stern University di New York, uno fra i più accreditati analisti a livello mondiale, relativamente ai parametri di stima relativi ai principali multipli di mercato riferibili a società quotate nel mercato Nord Europeo, che a giudizio dello scrivente svolgono un'attività che può essere considerata comparabile ("PANEL DEI COMPARABLES") a quella svolta dalle principali società operative del gruppo Par.Co.

1.5 LIMITI E IPOTESI SOTTESE AL LAVORO SVOLTO

Le considerazioni esposte nella RELAZIONE devono essere interpretate alla luce dei limiti e delle ipotesi sottese al lavoro svolto; tali limiti e ipotesi sono di seguito brevemente illustrati.



1. l'Esperto, nello svolgimento del presente incarico, ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni esaminate, senza procedere ad alcuna verifica indipendente ulteriore, data la certificazione del bilancio della società oggetto di valutazione da parte di società di revisione, oltre alla presenza del controllo del Collegio Sindacale.
2. Relativamente ai valori riferibili all'anno 2020, elementi desunti da documenti ancora non formalizzati, questi sono stati ritenuti comunque affidabili dall'Esperto; peraltro è sempre possibile che emergano discrepanze fra detti valori utilizzati e quanto emergerà a sintesi definitiva del processo di approvazione da parte degli organi competenti relativamente ai documenti utilizzati;
3. la RELAZIONE considera anche, a titolo di supporto dei valori emersi dal processo valutativo basato sugli elementi patrimoniali, previsioni caratterizzanti le poste di bilancio. I valori di sviluppo futuro sono per loro natura, a causa dell'aleatorietà intrinseca che condiziona l'effettivo realizzarsi degli eventi futuri, caratterizzato da elementi di incertezza e pertanto, pur assumendo che i dati di sviluppo recepiscano le migliori stime ad oggi disponibili, di fatto potrebbero manifestarsi scostamenti tra i valori che saranno rilevati a consuntivo e quelli preventivati.
4. la RELAZIONE è stata redatta secondo le finalità già espresse al punto 1.1. del presente lavoro, conseguentemente la ratio di sviluppo e l'uso di questa RELAZIONE DI STIMA sono unicamente finalizzati ed utilizzabili rispetto alla finalità indicata.

La validità delle conclusioni della RELAZIONE è subordinata ai limiti ed alle ipotesi suindicate.

1.6 BREVE STORIA DI PAR.CO.

Par.Co. nasce nel 1993 su iniziativa di Assicoop, Ccfr, Coopservice e Cormo, con un capitale sociale di 2 miliardi di lire (poco più di 1,0 mln euro); attualmente ha come azionista di riferimento con una percentuale intorno al 36% Coop Alleanza 3.0. Il patrimonio netto al 31 dicembre 2019 ammonta a euro 79,3 milioni di euro, con 61,7 milioni di capitale sociale e 17,6 di riserve.

La mission aziendale di Par.Co, fino dalla sua costituzione nel 1993, è stata quella di "investire nelle società di capitale" sia società per azioni che a responsabilità limitata, purché di "interesse comune del movimento cooperativo reggiano".

Con questa missione Par.Co andava ad affiancarsi ad altri soggetti che insieme rappresentavano "una strumentazione di intervento" della cooperazione locale: Ccfs (con un ruolo nazionale per i finanziamenti e i prestiti) e Immobilcoop (poi Boorea). Fin dall'inizio della propria attività Par.Co ha "liberato" l'altro soggetto operante nell'ambito della finanza cooperativa, ovvero Ccfs, dalle attività "non core normalmente esito di finanziamenti ammalorati, cedendoli, dopo averli ristrutturati, anche all'esterno del mondo cooperativo" (ad es. Abax Informatica, Cesp). La

prova del fuoco è stata nel 2012 con le vicende Girasoli (case di riposo ex Cmr) e Sicrea (la holding ha fatto da salvagente alle coop edili reggiane e modenesi a partire dalla Cmr). Nella sua storia Par.Co è “stata capace di coniugare la solidarietà con una progettualità che avesse anche valenza economica”.

Il riferimento è alla salvaguardia del Gruppo Girasoli/Fysis tramite “la controllata Welfare Italia con accollo di debiti finanziari per oltre 42 milioni, grazie a cui si sono tutelati 450 posti di lavoro nell’assistenza sociosanitaria; l’investimento nell’ammodernamento delle Residenze Sanitarie per Anziani; la generazione di reputazione, e di flussi di cassa per il rimborso dell’indebitamento”.

Parco ha anche affrontato interventi di “riconversione industriale nel settore Food, stop loss e uscita da partecipazioni minoritarie, rilancio di produzioni tipiche (pasta ripiena e gnocchi) a forte presenza estera (60% vendite) con capitalizzazione finalizzata agli investimenti e sostegno al circolante per complessivi 10 milioni”. Il riferimento è alle operazioni su Grandi Pastai Italiani sia nella sua fase di build-up che nella fase dismissione.

Per quanto riguarda il settore edile, il più colpito dalla crisi economica, Par.Co ha dato supporto alla nascita e alla crescita di Sicrea. Un ruolo svolto “attraverso un’adeguata dotazione patrimoniale e di garanzia”, e con un sostegno finanziario di oltre 18 milioni destinato a “interventi di contenimento degli effetti negativi generati dalle procedure concordatarie” (ovvero il rimborso ai soci di parte del prestito perso). Il tutto ha garantito la garantita continuità operativa degli stabilimenti.

1.7 INFORMAZIONI IN MERITO ALLA SOCIETÀ ED AL GRUPPO

La società PAR.CO. S.P.A. ha sede a Reggio Emilia in Via Danubio n. 19. Il suo capitale sociale al 31 dicembre 2020, ammonta a euro 61.752.600,00, i.v. suddiviso in n. 118.755 azioni del valore nominale di euro 520,00. In data 29 marzo 2021 l’assemblea straordinaria della società ha deliberato un aumento di capitale a pagamento di euro 1.500,2 migliaia.

La compagine sociale, ante il recente aumento di capitale, risulta essere come da elencazione nella successiva tabella.

Azionisti Parco S.p.A.	N. Totale Azioni	%
COOP ALLEANZA 3.0 SOCIETA' COOPERATIVA	43.582	36,70%
C.C.F.S.	16.002	13,47%
UNIPOLSAI FINANCE S.P.A.	10.855	9,14%
COOPFOND - S.P.A.	8.773	7,39%
AURUM S.P.A.	7.445	6,27%
UNIEG SOCIETA' COOPERATIVA AGRICOLA	5.712	4,81%
UNICREDIT S.P.A.	5.500	4,63%
BOOREA EMILIA OVEST SOCIETA' COOPERATIVA	4.623	3,89%
UNIECO SOCIETA' COOPERATIVA	3.566	3,00%
COOPERATIVA SOCIALE COOPSELIOS SOCIETA' COOPERATIVA	2.541	2,14%
CIRFOOD S.C.	1.655	1,39%
CONAD CENTRO NORD SOCIETA' COOPERATIVA	1.327	1,12%
CASSA DI RISPARMIO DI REGGIO EMILIA	2.680	2,26%
ALTRI AZIONISTI	4.494	3,78%
TOTALE	118755	100,000%



Il recente aumento di capitale a pagamento di cui sopra, ha visto l'emissione di ulteriori 2.855 azioni al valore nominale di euro 520,00 per azione; all'aumento di capitale in parola Unieco non ha partecipato e conseguentemente la propria quota partecipativa in Par.Co, sempre costituita da n.3.655 azioni, si è diluita al 2,93%.

L'attuale Consiglio di Amministrazione della società è composto da dodici membri, e presieduto dal Dott. Fausto Fontanesi.

Membri del Consiglio di Amministrazione	Carica
Sig. Fausto Fontanesi	Presidente
Sig. Edwin Ferrari	Vice Presidente
Sig. Adriano Nicola	Amministratore Delegato
Sig. Antonio Cerulli	Consigliere
Sig. Andrea Cervellati	Consigliere
Sig. Alfonso Roberto Galante	Consigliere
Sig. Simone Gamberini	Consigliere
Sig. Luca Genitoni	Consigliere
Sig. Girolamo Ielo	Consigliere
Sig. Raul Cavalli	Consigliere
Sig. Roberto Olivi	Consigliere
Sig. Fulvio Salami	Consigliere

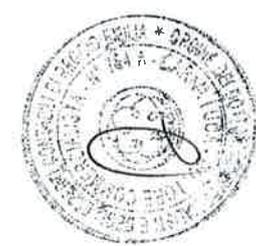
Il Collegio Sindacale è composto dai seguenti membri:

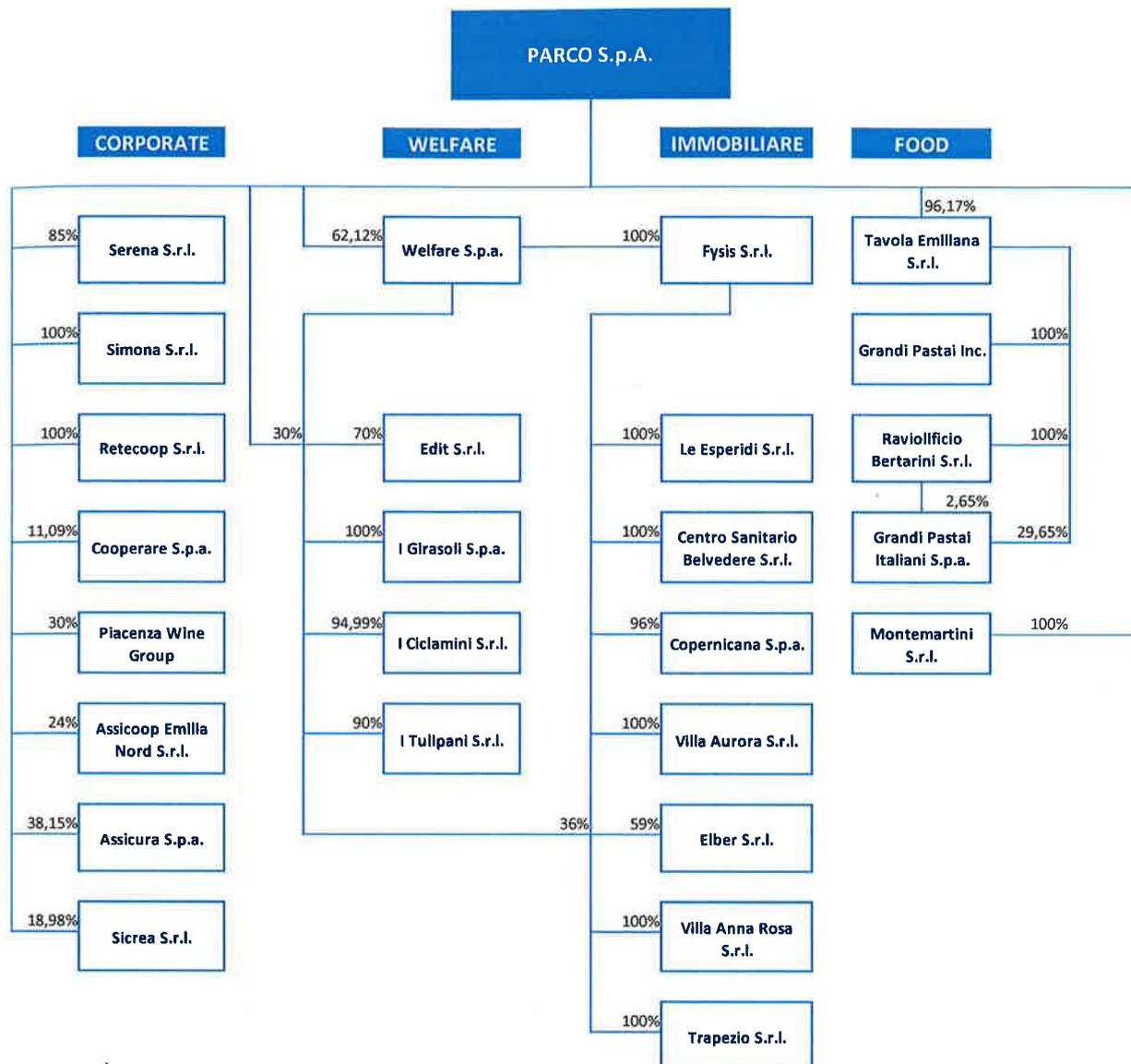
- Sandro Guarnieri (Presidente)
- Sergio Cipelli (Sindaco effettivo)
- Paolo Di Toma (Sindaco effettivo)
- Paolo Fantuzzi (Sindaco Supplente)
- Davide Prandi (Sindaco Supplente)

La Società di Revisione è Ernst & Young S.p.a.

Alla data del 31 dicembre 2020 la struttura delle società controllate da Par.Co. risulta essere la seguente:

- 1) Area Corporate/Servizi: costituita da Serena S.r.l., Simona S.r.l., Retecoop S.r.l., Cooperare S.p.a., Piacenza Wine Group, Assicoop Emilia Nord S.r.l., Assicura S.p.a. e Sicrea S.r.l.;
- 2) Area Welfare, costituita dalla società Welfare S.p.a. operante nel settore delle case di riposo attraverso le sue controllate dirette: Edit S.r.l., I Girasoli S.p.a., I Ciclamini S.r.l. e I Tulipani S.r.l.
- 3) Area Immobiliare: sostanzialmente funzionale all'attività dell'area Welfare, e costituita dalla società Fysis, a sua volta partecipata al 100% da Welfare S.p.a., e dalle sue controllate operative;
- 4) Area Food: operante nell'ambito della produzione di generi alimentari attraverso la subholding Tavola Emiliana S.r.l. e la società Montemartini S.r.l. e Piacenza Wine Group.

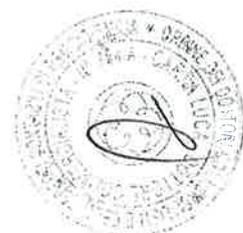




1.8 I FINANCIAL

I valori patrimoniali ed economici separati della società Par.Co per gli anni 2019 e 2020 sono sintetizzati nelle successive tabelle.

In particolare, lo stato patrimoniale è stato riclassificato secondo lo schema Impieghi/Fonti e rappresentato per gli anni 2019 e 2020, dove questi ultimi sono dati derivanti da bozze di bilancio, nel successivo schema.



STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO Valori in €/'000	Consuntivo		Consuntivo	
	2019	%	2020	%
IMPIEGHI				
Immobilizzi tecnici netti	639		625	
Immobilizzazioni immateriali	6		5	
Immobilizzazioni finanziarie	66.565		66.947	
Crediti vs Imprese controllate	22.884		24.673	
Crediti vs imprese collegate	1.004		1.011	
Crediti vs Altri	4.323		4.478	
Altri Titoli	5.157		5.157	
Immobilizzi netti	100.578	112,8%	102.896	107,0%
Fondi per rischi e oneri	-12.726		-8.353	
TFR	-56		-59	
Capitale fisso netto	87.796	98,5%	94.484	98,3%
Scorte	0		0	
Clienti netti	42		36	
Crediti v. imprese controllate	1.032		1.296	
Crediti Tributarî	444		472	
Imposte anticipate	540		0	
Crediti diversi e risc.	16		4	
Ratei e risconti	47		97	
Debiti vs fornitori	-363		-27	
Debiti Tributarî	-38		-59	
Debiti vs Ist. Di Prev.	-19		-14	
Debiti diversi	-90		-75	
Ratei e risconti	-16		-1	
Debiti vs imprese controllate	-246		-57	
Capitale circolante netto	1.349	1,5%	1.672	1,7%
Capitale investito netto	89.146	100,0%	96.155	100,0%

I valori dell'attivo esprimono la natura di holding di partecipazione di Par.Co. in quanto sono prevalentemente originati da valori partecipativi e di crediti concessi alle società partecipate; gli immobilizzi tecnici risultano minimi, come gli immobilizzi immateriali. Il capitale fisso al netto dei Fondi Rischi e del Tfr ammonta a fine 2020 a euro 95,9 milioni, pari al 99,8% del totale dell'attivo netto; il capitale circolante netto, definito al netto dei debiti di funzionamento, esprime valori minimi.

I valori del passivo, come sintetizzati nella successiva tabella, esprimono l'elevata patrimonializzazione della società; al 31 dicembre 2020 il patrimonio netto risulta pari a euro 73,6 milioni rispetto al capitale investito netto che risulta pari a euro 96,2 milioni; il 77% degli investimenti è finanziato dal patrimonio. Il ricorso alla leva finanziaria è quindi contenuto in quanto la posizione finanziaria netta, ovvero la pfn, risulta pari a euro 22,5 milioni, il 23% del capitale investito; la configurazione di pfn qui considerata è particolarmente restrittiva in quanto esclude dalla nozione di liquidità i crediti verso le società partecipate.



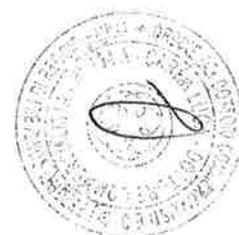
FONTI				
Patrimonio netto	73.504	82,5%	72.177	75,1%
Debiti vs altri finanziatori	11.674		11.474	
Altri debiti m/l	0		3.470	
Debiti a M/L	11.674	13,1%	14.944	15,5%
Liquidità	-7.130		-3.219	
Debiti vs soci per finanziamenti	10.276		10.277	
Debiti vs banche	21		4	
Debiti vs altri finanziatori	801		1.972	
Pfn a breve	3.968	4,5%	9.034	9,4%
Pfn complessiva	15.642	17,5%	23.978	24,9%
Totale Passività e Netto	89.146	100,0%	96.155	100,0%

Il conto economico evidenzia ricavi di modesto importo e costi operativi monetari connessi al funzionamento della struttura centrale di Parc.Co S.p.A. che portano alla definizione di un ebitda strutturalmente negativo sia per il 2019 che per il 2020, anche se per importi non rilevanti.

Il 2019 ha visto una perdita significativa di 15,6 milioni di euro originata da accantonamenti a fondi rischi per 10,8 milioni e svalutazioni per 8,3 milioni, appostazioni originate sostanzialmente dalla gestione delle partecipazioni in senso lato, comprendendo anche i crediti connessi, valori di carattere intrinsecamente straordinario che hanno permesso un sostanziale riallineamento fra valori di carico degli attivi di bilancio e valori effettivo dei beni cui si riferiscono. In ragione della straordinarietà delle appostazioni già avvenute nel 2019, il risultato netto 2020 risulta negativo per la sola componente operativa 0,9 milioni di euro, ante eventuale stanziamento di imposte differite attive. La tabella successiva evidenzia i conti economici del 2019 e 2020, già sopra brevemente descritti ed analizzati.

Valori in €/000

	Consuntivo al 31.12.2019	Consuntivo al 31.12.2020
Ricavi	389	1.692
Costi per materie prime, suss. E di consumo	-18	-8
Costi per Servizi	-913	-632
Costi per Godimento di Beni di terzi	-104	-92
Costi per il personale	-310	-277
Oneri diversi di gestione	-255	-181
Ebitda	-1.211	502
Ammortamenti e svalutazioni	-76	-26
Accantonamenti	-10.759	-2.550
Ebit	-12.046	-2.075
Proventi e oneri finanziari	4.274	473
Svalutazioni	-8.346	-429
Risultato ante imposte	-16.118	-2.031
Imposte	534	-265
Risultato Netto	-15.585	-2.296



2. IL PROCESSO VALUTATIVO

2.1 IL PERCORSO LOGICO-VALUTATIVO ADOTTATO

Il percorso valutativo adottato in RELAZIONE prevede la valutazione basata sul **METODO PATRIMONIALE SEMPLICE INTEGRATO CON L'HOLDING DISCOUNT** ottenuto con il processo di attualizzazione dei corporate overhead di Par.Co S.p.A., tenuto presente anche del fattore legato allo sconto di minoranza.

Le ragioni dell'utilizzo del metodo di valutazione sopra indicato è da ricondursi al fatto che:

- a) la natura della società è quella di una holding di partecipazioni, conseguentemente il valore della società e del gruppo ad essa facente capo è sostanzialmente riconducibile al valore dei singoli asset posseduti, oltre alle altre componenti patrimoniali proprie. La migliore dottrina, con riguardo alla valutazione del capitale economico delle società holding di partecipazione, prive, come è priva **PAR.CO. S.P.A.**, di un suo significativo ambito industriale operativo proprio, individua il **METODO PATRIMONIALE SEMPLICE** quale il più opportuno criterio da adottare.

In particolare, a riguardo si confronti l'orientamento in merito espresso da autorevoli autori, per tutti vedasi **L. Guatri – La Valutazione delle Aziende – Egea Editore 1994**, con particolare riferimento al Metodo Patrimoniale Semplice (di cui alle pagine 205-241 dell'opera citata), anche con particolare riferimento al caso delle società Holding e Immobiliari e più in generale società detentrici di beni. Il metodo patrimoniale semplice consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la ri-espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda corrisponde pertanto al valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti. Tale metodo non consente di valutare l'azienda nel suo aspetto più compiutamente reddituale di unità economica, trascurandone la sistematica attitudine a produrre redditi (il cosiddetto "avviamento"); d'altra parte, però tale metodo ha il pregio di consentire una stima oggettiva e riscontrabile del patrimonio aziendale. I metodi patrimoniali risultano ideali per la valutazione di aziende il cui valore complessivo è strettamente connesso al valore intrinseco delle singole attività possedute (si pensi per esempio alle holding ed alle immobiliari di gestione). Nel caso in cui il valore di una azienda dipenda in tutto o in parte dalle proprie potenzialità economiche piuttosto che dall'effettivo patrimonio investito, risultano preferibili altri metodi. La rielaborazione dello Stato Patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione permette di rilevare un Patrimonio Netto Rettificato del complesso aziendale considerato nel suo insieme, ma valutato nelle sue singole parti. Ciò fa sì che la valutazione "unitaria" delle singole poste di bilancio rappresenti il vero limite del presente metodo in quanto conferendo un valore corrente ad ogni singola voce, attiva o passiva, si prescinde dalla appartenenza ad un complesso aziendale unitario e funzionale.



La metodologia patrimoniale di valutazione presenta le seguenti caratteristiche:

- la valutazione dell'Azienda è più oggettiva rispetto a quella ottenuta con altri metodi;
- la stima delle singole poste di bilancio trova concreto ed immediato riscontro nella realtà aziendale rendendone possibile la dimostrabilità della valorizzazione;
- l'assenza di valorizzazione della componente reddituale riduce il grado di incertezza del risultato della valutazione;
- trova una discreta applicazione nella realtà italiana venendo "apprezzato" dagli operatori;
- è particolarmente indicato per le seguenti categorie di azienda:
 - a) **finanziarie e holding;**
 - b) aziende immobiliari;
 - c) aziende no profit.

In ultima analisi il Metodo Patrimoniale quantifica il valore dell'azienda come valore di ricostruzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale; ciò in quanto il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Il valore economico del patrimonio della società holding di partecipazione è pari alla somma dei valori correnti delle singole attività e passività che lo compongono, quindi **il problema della corretta valutazione del complesso di aziende possedute dal Gruppo diviene allora quello della corretta valutazione delle singole partecipazioni.** In questo specifico caso si sono superati i limiti della metodologia patrimoniale in quanto **i valori patrimoniali di carico delle singole società operative sono stati sottoposti al vaglio della valutazione analitica secondo metodologie basate sui multipli di mercato, come più oltre, ed inoltre si è recepita la dinamica reddituale anche attraverso la capitalizzazione dei costi di holding.**

Il processo di stima, pertanto si articolerà quindi nelle seguenti fasi:

1. individuazione degli elementi attivi e passivi dell'azienda in corso di valutazione;
 2. valutazione stand alone con metodi reddituali basati sui multipli di mercato delle società operative a partecipazione indiretta facenti capo a Welfare, Fysis, Tavola Emiliana;
 3. stima delle rettifiche da apportare al patrimonio netto di bilancio, incluse le rettifiche originate da fiscalità potenziale;
 4. calcolo del valore del capitale economico dell'azienda come somma algebrica del patrimonio netto e delle rettifiche;
- b) la società presenta costi di struttura propri rivolti al coordinamento dei servizi, specie finanziari, rivolti unicamente alle società del gruppo oggetto di valutazione come sopra specificato, per cui nella determinazione di valore, oltre agli elementi di cui



sopra, occorre considerare l'effetto capitalizzato dei costi di struttura che sono sostanzialmente permanenti e funzionali alla gestione delle partecipate. **Si pone il problema dei c.d. "corporate overhead", ovvero dei costi di struttura associati, tema che viene risolto concettualmente con la capitalizzazione dei costi operativi di struttura di Par.Co S.p.A. al netto dei ricavi per addebiti di servizi alle controllate.**

Tale prassi sostanzia il considerare nel processo valutativo il c.d. "holding discount", a riguardo vedasi Guida alla Valutazione, Borsa Italiana Editore;

- c) infine, si apre la tematica di considerare o meno l'applicazione di uno sconto di minoranza, data la caratura del 2,93% della quota oggetto della presente Relazione; peraltro, si ricorda che la società Par.Co., non presenta un unico azionista di controllo, né vi sono patti di sindacato per raggiungere quote di controllo o comunque per integrare pacchetti azionari ai fini della governance della società. Peraltro, nella compagine sociale di Par.Co è presente un azionista di riferimento con il 36% circa di quota partecipativa, ovvero Alleanza 3.0., cosa che implica comunque una posizione di normale maggior peso nei processi decisionali che coinvolgono i soci, a fronte di Unieco che detiene solo il 2,93%. Il tema dello sconto di minoranza si pone in ragione dell'obbiettivo della presente Relazione, ovvero quello di valutare la quota di minoranza del capitale economico della società in oggetto, tenuto anche conto che Par.Co non distribuisce dividendi da diversi esercizi. È quindi opportuno, anche in ragione di quanto indicato dai Principi Italiani di Valutazione (P.I.V.), quantificare il c.d. "sconto di minoranza". La dottrina (si vedano ad esempio i diversi lavori di L. Guatri sul tema) si è attestata sull'attribuzione di sconti di minoranza variabili tra un minimo del 15% e un massimo del 30%. L'applicazione di uno sconto di minoranza, o per converso un premio di maggioranza, trova presupposto nella possibilità data al socio di maggioranza di controllare la società e dal connesso beneficio del controllo, senza che questi debba acquistare l'intero capitale. Il beneficio del controllo è riconducibile alla possibilità di nominare gli amministratori, di stabilire l'indirizzo strategico e di realizzare operazioni sul capitale; altri benefici possono essere ritratti in sede di operazioni straordinarie di acquisizione e fusione. La dottrina sancisce che l'incidenza effettiva del premio di maggioranza/sconto di minoranza è tanto maggiore tanto più il pacchetto di maggioranza detenuto si avvicina al 51%, ovvero, sostanzialmente, alla soglia minima di controllo. In generale la letteratura osserva anche come i premi di controllo/sconti di minoranza sono tanto maggiori quanto più i modelli di governance lo consentono; in altre parole i premi di maggioranza sono: (i) maggiori nei paesi con un ordinamento giuridico meno orientato alla tutela delle minoranze e con un sistema giudiziario che non permetta una pronta risposta in caso di violazioni; (ii) minori per le società quotate per le quali il controllo esercitato dal mercato, dagli organi di vigilanza e dal gestore stesso tendono a ridurre gli spazi per i benefici privati; (iii) maggiori per le società di ridotte dimensioni e dove la maggioranza va



a coincidere con l'amministrazione della società stessa. In tali situazioni, le minoranze anche qualificate stentano a reperire tutte le informazioni che vorrebbero in merito all'andamento della gestione e spesso si creano rilevanti asimmetrie informative tra la maggioranza/amministrazione della società e le altre compagini sociali.

2.2 NOTE METODOLOGICHE

IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE INTEGRATO CON LA STIMA DELL'HOLDING DISCOUNT, come prima sintetizzato, esprime il Valore dell'azienda in ragione del Patrimonio di cui essa dispone considerando i costi operativi centrali della holding in via capitalizzata.

La formalizzazione del calcolo del valore aziendale con il metodo indicato è pertanto la seguente:

$$W_H = W - HD$$

dove:

W_h = valore totale della Holding;

W = valore di valutazione degli asset partecipativi e di tutti gli elementi patrimoniali;

HD = holding discount

In particolare, il valore di W è ottenuto come segue:

$$W = K + (RT - I)$$

dove:

W = Valore dell'Azienda;

K = Patrimonio Netto Contabile;

RT = Rettifiche del Patrimonio netto contabile al tempo t;

t = Data di riferimento della Valutazione;

I = Effetto fiscale delle rettifiche.

di seguito, al fine di considerare l'effetto capitalizzato dei Corporate Overhead da sottrarre al valore di W, definito come sopra, si è considerato come holding discount factor il valore medio annuo atteso dei costi in parola, associato ad un normale tasso di crescita degli stessi legato all'inflazione, secondo la seguente formalizzazione:

$$HD = CO / KE * (1 + INFL.)$$

dove:

HD = holding discount

CO = valore annuo medio atteso dei costi di overhead

KE = costo del capitale di rischio

INFL. = tasso atteso medio di inflazione



2.3 LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ CONTROLLATE INDIRETTE OPERATIVE

Le società operative controllate in via indiretta, riconducibili alle attività di Welfare/Fysis operanti nel ramo healthcare ed immobiliare funzionale a questa attività, nonché a Raviolificio Bertarini operante nel food, sono state valutate secondo il metodo dei multipli di mercato, in particolare secondo l'applicazione del multiplo Ev/Ebitda. I valori così ottenuti sono stati fatti convergere nella valutazione della holding Par.Co. sviluppata con il metodo patrimoniale, come specificato nel precedente paragrafo.

NOTE METODOLOGICHE

Il metodo dei multipli di mercato giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili ("PANEL DEI COMPARABLES").

Scopo del metodo è sviluppare i rapporti (i multipli, appunto) fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati a individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali (esempio utili, margini, ricavi, patrimonio netto, ecc...). Il multiplo così calcolato viene poi applicato alla medesima variabile dell'azienda oggetto della valutazione in modo da giungere al valore ricercato. Primo passo della valutazione basata sul metodo dei multipli è quello della scelta del Panel di Comparables. A tale fine si sono considerati gli orientamenti che emergono dalle indicazioni curate dal Prof. M. Massari e contenute nella Guida alla Valutazione Editore Borsa Italiana che a riguardo infatti suggerisce come "la prima e fondamentale scelta nell'ambito di una valutazione con i multipli è la selezione delle società comparabili, necessaria al fine di costituire un campione omogeneo rispetto alla società da valutare. A tal proposito viene presentata una serie di parametri significativi per la costruzione di un paniere razionale, classificati in base a tre livelli di confrontabilità:

- confronto infra-settoriale nazionale;
- confronto infra-settoriale internazionale;
- confronto intersettoriale.

Il primo livello, ovvero la ricerca di società all'interno dello stesso settore e appartenenti al medesimo mercato di quotazione, è sicuramente il più semplice e immediato e conduce a risultati migliori. Ciò significa che, laddove attraverso tale ricerca si riesca a costruire un campione congruo e accurato, è possibile non estendere l'analisi ai successivi livelli. Purtroppo, la situazione descritta si verifica molto di rado, soprattutto nel mercato borsistico italiano, in cui talvolta non esiste alcuna realtà comparabile. Il confronto infra-settoriale nazionale dovrebbe orientarsi lungo due direttrici di analisi, basate sull'indagine di elementi sia quantitativi che qualitativi. Il campione individuato dovrebbe essere rappresentato dalle società che presentano affinità con la realtà oggetto di valutazione secondo entrambe le direttrici. Fra le variabili di confronto di tipo quantitativo rientrano in primo luogo i dati economici e finanziari storici e prospettici. Senza dubbio la capacità di creare valore, espressa dai risultati operativi (incidenza percentuale dei



marginari operativi sul fatturato e relativo tasso di crescita nel breve-medio termine) e dalla rotazione del capitale, assume un'ampia rilevanza ai fini dell'analisi comparativa".

Le tipologie di multipli utilizzate per determinare il valore economico dell'impresa, sono due:

1. Multipli calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale;
2. Multipli calcolati avendo riguardo al valore totale dell'impresa (c.d. Enterprise Value, EV).

In questo secondo caso il numeratore del multiplo è costituito dalla somma del valore del capitale (Equity Value, o anche valore di borsa o capitalizzazione di mercato) e del valore del debito finanziario.

I multipli della prima tipologia consentono di giungere in via diretta alla stima del valore del capitale; **impiegando invece i multipli del secondo tipo si giunge alla stima del valore del capitale in via indiretta, e cioè per differenza tra il valore del capitale operativo (assets value) e il valore di mercato dei debiti finanziari.**

valore di mercato del capitale operativo, ENTERPRISE VALUE (EV)	valore di mercato dei Debiti Finanziari (D)
	valore di mercato del patrimonio netto Equity Value (E)

Tra i multipli della prima tipologia, ovvero quelli calcolati con riguardo al valore di mercato del capitale, tra quelli di uso più frequente si segnala:

$$P/E \text{ (Price/Earning Ratio)} = \text{Valore di Borsa} / \text{Utile Netto}$$

Tra i multipli della seconda tipologia, ovvero quelli calcolati con riguardo all' Enterprise Value, si segnalano in particolare:

$$EV/Sales = (\text{Equity Value} + \text{Valore del Debito Finanziario}) / \text{Ricavi}$$

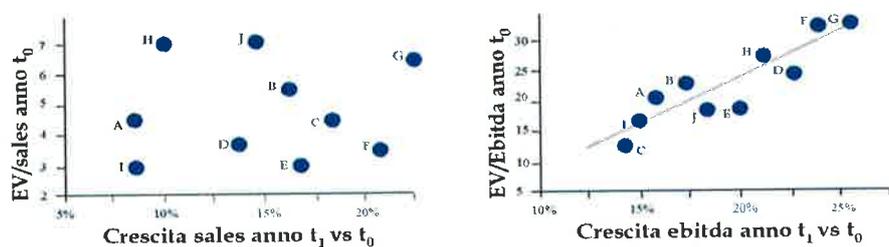
$$EV/Ebitda = (\text{Equity Value} + \text{Valore del Debito Finanziario}) / \text{Ebitda}$$

$$EV/Ebit = (\text{Equity Value} + \text{Valore del Debito Finanziario}) / \text{Ebit}$$

Anche relativamente alla scelta degli indicatori si è tenuto conto delle indicazioni curate dal Prof. M. Massari e contenute nella Guida alla Valutazione Editore Borsa Italiana che a riguardo infatti suggerisce come "la seconda fondamentale scelta da compiere nell'applicazione del metodo dei multipli riguarda l'individuazione del moltiplicatore da adottare per la valutazione dell'impresa target. Il metodo dei moltiplicatori ha come presupposto l'idea che il valore di una società possa essere posto in relazione ad una variabile significativa e che tale relazione sia valida anche per le società comparabili: la variabile in oggetto può essere scelta fra un'ampia rosa di alternative, purché capaci di sintetizzare il valore dell'impresa target e la sua capacità di creare valore.



Nella maggior parte dei casi, più di un multiplo può adattarsi alla valutazione della società, ciascuno presentando i propri vantaggi e svantaggi applicativi; tuttavia, la scelta viene quasi sempre indirizzata su un unico moltiplicatore, vale a dire quello che tendenzialmente presenta il migliore trade-off. Ogni qualvolta viene condotta un'analisi con i multipli è necessario che ci sia la consapevolezza dei motivi che hanno indotto a selezionare un determinato moltiplicatore, evitando di utilizzare in modo acritico coefficienti che, nel caso in esame, potrebbero non essere i più appropriati o dover essere affiancati da multipli più adatti allo specifico contesto. Ciò significa non considerare esclusivamente i rapporti che trovano maggior applicazione nella prassi, ma cercare, laddove significativo, altri indicatori che meglio sintetizzino il valore di una società e la sua capacità di creare valore". Inoltre alla successiva pag.36 dell'opera già citata si prosegue affermando che "nella ricerca dei multipli più adatti, infine, può essere utile avvalersi di un riscontro empirico che manifesti la loro capacità di "spiegare" il valore della società target; è possibile infatti comprendere se il mercato attribuisce implicitamente ad un indicatore l' idoneità a stimare il prezzo di una società, svolgendo, su un campione di comparabile, un'analisi di correlazione fra il multiplo stesso e la variabile di riferimento. Tanto maggiore è la correlazione, tanto meglio il multiplo è in grado di sintetizzare il prezzo espresso dal mercato. Il Grafico seguente mostra che esiste una buona correlazione fra il multiplo EV/EBITDA e la crescita dell'EBITDA, mentre è assente fra l'EV/Sales e la rispettiva variabile sottostante: questo suggerisce che la grandezza cui il mercato presta attenzione è il margine operativo lordo e pertanto il multiplo EV/EBITDA è da ritenersi più significativo".



Data l'elevata correlazione dimostrata dal grafico precedente fra crescita dell'ebitda e crescita del valore, elemento trasferibile anche al settore di appartenenza della società oggetto di valutazione, si è focalizzato il processo di valutazione sul multiplo Ev/Ebitda, ovvero sul rapporto fra valore economico del capitale investito (ovvero l'Enterprise Value, EV) e il differenziale fra costi e ricavi monetari gestionali (ovvero l'Ebitda).

I moltiplicatori, così determinati, sono stati poi applicati alle relative grandezze della Società oggetto della RELAZIONE, desunte dai dati consuntivi coerentemente riclassificati per l'ottenimento delle principali grandezze necessarie al processo valutativo, in particolare Ebitda e Posizione Finanziaria Netta.

La scelta del multiplo $Ev/Ebitda$ su cui basare la determinazione del Valore del Capitale Economico delle SOCIETÀ OGGETTO DELLA RELAZIONE DI STIMA è stata basata sulle seguenti considerazioni:

- il moltiplicatore $Ev/Ebitda$ è quello che la prassi professionale (e anche il mercato di borsa) utilizza in via maggioritaria per la valutazione di società industriali;
- il rapporto $Ev/Ebitda$ misura l'impresa relativamente alla sua capacità di realizzare una gestione operativa efficiente e in generale anche di produrre valore per gli azionisti.
- l'efficienza nell'utilizzo del capitale è stata già verificata nell'ambito dell'analisi del paragrafo precedente e data dal rapporto fra Ricavi/Capitale Investito Netto.

Meno significativi invece i multipli $EV/Sales$ e $EV/Ebit$ in quanto:

- il primo rischia di non prendere in considerazioni eventuali inefficienze / efficienze prodotte a livello di gestione operativa con la possibilità di determinare anche una rilevante sopravvalutazione/sottovalutazione della società oggetto di analisi;
- il secondo potrebbe incorporare diverse politiche di ammortamento (o un diverso peso degli stessi a seconda che una società abbia fatto investimenti in asset in tempi più o meno recenti rispetto ad un'altra).

IL PANEL DEI COMPARABLE E LE SCELTE VALUTATIVE

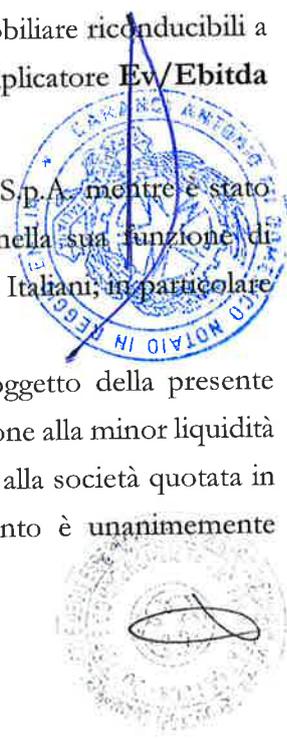
Ai fini della definizione del Panel di Comparables si è tenuto pienamente conto delle indicazioni metodologiche di cui al paragrafo precedente per cui si è ritenuto opportuno utilizzare le risultanze del processo di analisi condotto su di un Panel di Comparables recepito da un data base professionale (A. Damodaran) che esprime i diversi moltiplicatori tipici, riferito:

- al settore Hospital/Healthcare Facilities, per la valutazione delle attività relative alle Residenze Sociali per Anziani, riconducibili a Welfare Italia S.p.A. e Fysis S.r.l.; in particolare il valore assunto dal moltiplicatore $Ev/Ebitda$ è pari al fattore **21,73X**;

- al settore Real Estate, per la valutazione delle società a vocazione immobiliare riconducibili a Welfare Italia S.p.A. e Fysis S.r.l.; in particolare il valore assunto dal moltiplicatore $Ev/Ebitda$ è pari al fattore **30,16X**;

- al settore Food Processing, per la valutazione di Raviolificio Bertarini S.p.A. mentre è stato valutato al patrimonio netto quanto riconducibile a Tavola Emiliana nella sua funzione di holding qui comprendendo la partecipazione minoritaria in Grandi Pastai Italiani; in particolare il valore assunto dal moltiplicatore $Ev/Ebitda$ è pari al fattore **16,44X**.

Ai fini di una corretta rappresentazione dell'Equity Value della società oggetto della presente Relazione, risulta opportuno apportare un fattore di aggiustamento, in relazione alla minor liquidità dell'investimento in una società quale quella oggetto di valutazione rispetto alla società quotata in borsa da cui si è desunto il parametro moltiplicativo. Tale aggiustamento è unanimemente condiviso in dottrina, vedasi fra tutti A. Damodaran.



In particolare, le metodologie per la stima dello sconto di liquidità sono distinte in empirico-induttive e deduttive. Le prime hanno trovato larga applicazione negli Stati Uniti grazie all'interesse suscitato da diversi studi condotti a partire dagli anni 60 e fino alla fine del 2010, le cui sintesi sono esposte a pag. 14 nel documento della Fondazione Nazionale dei Commercialisti – Il Valore di un'Azienda in Base ai Multipli – Novembre 2015.

Tali studi sono volti pertanto a definire il c.d. rapporto RSS (Restricted Share Study), valore oggettivamente osservabile e dato dal rapporto tra il prezzo delle azioni prima dell'emissione vendute a investitori mediante collocamenti privati sul mercato Usa secondo le normative Sec, ed il prezzo successivo espresso dalla quotazione di mercato:

$$RSS^* = \left(1 - \frac{\text{prezzo anteriore "restricted stock"}}{\text{prezzo successivo}}\right)\%$$

I valori assunti da questo rapporto ed esplicitati nei diversi studi, sono compresi in un range significativamente ampio; proprio per questo motivo **l'Esperto ha utilizzato il valore pari al 18,2%, come risultante dal valore mediano riscontrato dagli studi sviluppati dall'anno 2000 in poi.** L'aggiustamento per il fattore di liquidità si concretizza nella decurtazione nella misura della percentuale sopra indicata dell'Equity Value ante sconto determinato in ragione dell'applicazione del multiplo derivante dall'osservazione di valori di società già quotate.

2.4 LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI E DEI RELATIVI CREDITI

La sintesi del processo valutativo delle società partecipate porta ad affermare che sono complessivamente confermati i valori di iscrizione a bozza di bilancio 2020 di Par.Co., dove la rispettiva valutazione in sede di Relazione di Stima è stata basata sul metodo dei multipli di mercato per le società operative a controllo indiretto (vedi paragrafo precedente) e sul metodo patrimoniale per tutte le altre partecipazioni, nonché la congruità del valore di iscrizione dei crediti verso le medesime società partecipate.

A maggior supporto dell'analisi e dettaglio dell'attivo, si analizzano di seguito gli investimenti partecipativi di Par.Co S.p.A. e la loro valorizzazione.

PARTECIPATA	2019		2020		crediti
					v.partecipate
Società controllate	23.891	24.575	24.673		
Società collegate	9.287	9.287	1.011		
Altre partecipazioni	33.079	33.085	4.478		
Totale valori partecipate	66.257	66.947	30.162		
Altri Titoli (partecipaz.Unipol)	5.157	5.157			

Il dettaglio dei valori di bilancio relativo alle società controllate è definito nella successiva tabella che evidenzia la centralità del business del welfare gestito attraverso partecipazioni di controllo in diverse società operative, sia nell'ambito del hospital/healthcare che dell'immobiliare funzionale a tale attività. Il processo valutativo di Welfare effettuato con il metodo dei multipli di mercato

per tutte le controllate operative e con il metodo patrimoniale per la sola subholding Welfare S.p.A., unitamente a Fysis.

La partecipazione in Tavola Emiliana è stata effettuato con il metodo dei multipli di mercato per la controllata operativa Raviolificio Bertarini mentre per la sub holding stessa si è utilizzato il metodo patrimoniale. Anche la partecipazione di minoranza in Grandi Pastai in corso di cessione è stata valutata al valore di carico, in ragione della positiva conclusione nel corso del 2021 del processo di cessione della quota minoritaria di Grandi Pastai Italiani S.p.A. a favore dell'attuale socio di maggioranza attraverso l'esercizio di una specifica put-option da parte della stessa Par.Co, conclusione che ha superato ostacoli tecnico-giuridici di non immediata soluzione e che porta alla sostanziale conferma, attraverso i valori di transazione, dei valori patrimoniali già iscritti al 31 dicembre 2020 e qui considerati. L'esercizio dell'opzione put da parte di Tavola Emiliana permette di entrare in possesso di liquidità da destinare al rimborso di buona parte del debito finanziario verso la stessa Par.Co.

Relativamente a Retecoop si ricorda come la valutazione patrimoniale di tale partecipazione risulti in linea con i valori di carico della medesima in Par.Co anche dopo la svalutazione dei crediti dalla stessa Retecoop verso specifiche procedure concorsuali.

Le altre partecipazioni di controllo sono state valutate con il metodo patrimoniale e la loro valorizzazione non evidenzia scostamenti dai valori di carico complessivi.

La valutazione complessiva delle controllate evidenzia una valutazione sostanzialmente in linea con le iscrizioni di bilancio 2020 di Par.Co, con l'emersione di una modesta plusvalenza complessiva di 637 mila euro, come sintetizzato nella sottostante tabella.

PARTECIPATA	2019	2020	CRITERI VALUTATIVI	VALUTAZIONE
WELFARE ITALIA SPA	16.941	16.941	multipli mercato per le operative + patrimoniale per le subholding	19.691
TAVOLA EMILIANA SRL	2.313	2.113		
SIMONA SRL	43	1.043	patrimoniale	
EDIT SRL	98	98	patrimoniale	
SERENA SRL	85	57	patrimoniale	5.521
RETECOOP SRL	2.662	2.574	patrimoniale	
MONTEMARTINI SRL	1.749	1.749	patrimoniale	
FONDO SVALUTAZIONE PARTECIPAZIONI	0	0		
Partecipazioni soc.controllate	23.891	24.575		25.212
Plusvalenza da valutazione				637

I valori di valutazione delle Partecipazioni in società collegate confermano complessivamente i valori di iscrizione a bilancio di Par.Co, come sintetizzato nella sottostante tabella.



PARTECIPATA	2019	2020	CRITERI	
			VALUTATIVI	VALUTAZIONE
OPERA PRIMA SRL	1.441	1.441	patrimoniale	
ASSICOOP EMILIA NORD SRL	2.504	2.504	patrimoniale	
IMMOBRIANZA SRL	330	330	patrimoniale	
NEW FLEUR SRL	28	28	patrimoniale	9.287
QUADIR SRL	51	51	patrimoniale	
PIACENZA WINE GROUP SRL	1.560	1.560	patrimoniale	
ASSICURA SPA	3.374	3.374	patrimoniale	
Partecipazioni soc.collegate	9.287	9.287		9.287

Il dettaglio dei valori di bilancio relativo alle Altre partecipazioni è definito nella successiva tabella che evidenzia la centralità nel business dell'Insurance, attraverso la partecipazione in Cooperare, che rappresenta il maggior investimento in una singola partecipazione per Par.Co con euro 32,4 milioni. Cooperare è una società holding/merchant bank che a sua volta detiene il 3,78% di Unipol, quota convergente nel patto di sindacato di controllo della medesima società.

Il positivo bilancio d'esercizio chiuso al 30 giugno 2020 della partecipata Cooperare S.p.A. ha rafforzato il proprio patrimonio rispetto al bilancio relativo all'esercizio precedente, cosa che permette un incremento del differenziale positivo fra la corrispondente % di Patrimonio netto posseduta ed il valore di carico in Par.Co.

Inoltre, si segnala che Il valore di carico delle azioni Unipol in Cooperare + di poco superiore ai 9 euro per azione. Tale valore è supportato da specifica perizia; inoltre si consideri come il recente bilancio Unipol si sia chiuso con un risultato netto di pertinenza del gruppo pari a euro 0,71 milioni a fronte di una capitalizzazione attuale di borsa della società pari a euro 3,25 milioni, evidenziando così un rapporto grezzo di P/E pari a 4,59X (fonte Yahoo finance) a fronte di un multiplo medio di P/E dei settori Insurance General/ Insurance Life/ Insurance Property per l'area Western Europe del data base professionale del Prof. A. Damodaran, pari a 13,38X. Anche il rapporto Ev/Ebitda per la media dei settori già indicati si colloca a 13,87X, a fronte di un parametro di Unipol pari a 5,55X (fonte Yahoo finance).

L'Esperto ritiene che tale gap di valori fra i moltiplicatori di P/E e di Ev/Ebitda medi di settore e quello specifico di Unipol possa essere un elemento di supporto del valore di carico delle azioni Unipol superiore all'attuale valore di mercato; a ciò si aggiunga che dette azioni sono vincolate in un patto di sindacato che consente il controllo del gruppo assicurativo medesimo, cosa che è naturalmente e comunemente ulteriormente apprezzata con le metodologie di determinazione del "premio di maggioranza".

In sintesi, i valori di valutazione in bilancio Par.Co delle Altre Partecipazioni risultano complessivamente confermati dal processo di valutazione, come evidenziato nella successiva tabella.

PARTECIPATA	2019	2020	CRITERI	
			VALUTATIVI	VALUTAZIONE
COOPERARE SPA	32.378	32.378	patrimoniale	32.378
C.C.F.S. srl	211	211	patrimoniale	
CEPIM PARMA SPA	4	4	patrimoniale	
CUT NORD SOC COOP	0	0	patrimoniale	
REGGIO CHILDREN srl	2	2	patrimoniale	
SCS AZIONINNOVA SPA	71	71	patrimoniale	
FINPRO SOC COOP	2	2	patrimoniale	
OBIETTIVO IMPRESA srl	0	0	patrimoniale	707
FINANZA COOP SOC COOP	100	100	patrimoniale	
BOREA SOC COOP	105	105	patrimoniale	
PREMIO SPA	0	0	patrimoniale	
SICREA SPA	0	0	patrimoniale	
BANCA ETICA SPA	212	212	patrimoniale	
FONDO SVALUTAZIONE PARTECIPAZIONI	-6	0	patrimoniale	
Altre Partecipazioni	33.079	33.085		33.085

Anche la valutazione degli Altri Titoli è coerente con i valori di carico in bilancio Par.Co; si ricorda che in detta voce sono principalmente presenti valori relativi a n. 518.150 azioni Unipol con valore di carico, già al netto del fondo svalutazione, pari a euro 7,74 per azione dove anche tali azioni sono vincolate nel sindacato di controllo dell'emittente Unipol. A riguardo si ricorda come il ritorno al dividendo di Unipol, dopo la "pausa" applicata secondo i messaggi di "moral suasion" di Bce, nella misura di euro 0,28 per azione. Tale valore di carico è supportato da specifica perizia, inoltre l'Esperto ripropone le considerazioni già espresse sopra a proposito della partecipazione detenuta da Cooperare nella stessa Unipol;

2.5 IL VALORE DI PAR.CO. S.P.A.

La sintesi del processo valutativo sopra delineato assume la complessiva conferma dei valori di carico delle partecipazioni nei diversi bilanci separati nei quali sono comprese, come da paragrafo precedente, con emersione di una minima plusvalenza di euro 117 mila. A testimonianza indiretta di questo anche la sostanziale convergenza fra i valori di patrimonio netto espressi dal bilancio separato e dal bilancio consolidato della stessa Par.Co., valori che sottendono processi valutativi analitici posti anche al vaglio della Società di Revisione e dell'Organo di Controllo. La presente Relazione di Stima apporta variazioni in aumento ed in diminuzione afferenti poste patrimoniali di Par.Co. S.p.A. che ne concorrono a definire il valore, ad applicazione delle metodologie sopra indicate.

Pertanto, al valore del patrimonio netto della società oggetto di valutazione, l'Esperto ritiene siano da sommarsi algebricamente gli elementi valutativi di rettifica di seguito esposti:

- in aumento:

plusvalenza da valutazione partecipazioni per euro 637,3 migliaia; ai fini valutati complessivi non è stato considerato l'effetto fiscale a motivo dell'applicabilità della participation exemption agli asset che originano tale valore;

inclusione dell'aumento di capitale a pagamento effettivamente sottoscritto per euro 750 migliaia, deliberato in data 29 marzo 2021, come da atto a ministero dott. A. Caranci, valore che ha conseguentemente apportato somme corrispondenti di immediata valutazione ed al contempo una diluizione del socio Unieco che non ha partecipato a detto aumento di capitale;

- **in diminuzione:**

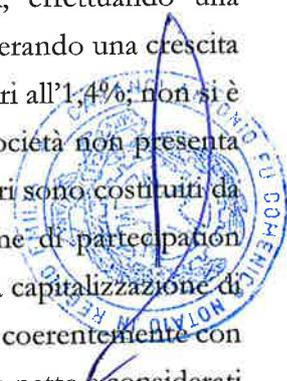
azzeramento delle seguenti appostazioni nell'attivo del bilancio Par.Co S.p.A., come da prassi operativa ricorrente con riferimento alla natura di quanto rettificato, per complessivi euro 102 migliaia, relativamente alle poste di seguito indicate:

- a) capitalizzazione di costi di impianto e ampliamento per euro 5 migliaia;
- b) ratei e risconti attivi per euro 97 migliaia.

Data la tipologia delle poste considerate, si è ritenuto opportuno non computare il beneficio fiscale teoricamente connesso a variazioni in diminuzione di poste dell'attivo.

L'Esperto ritiene congruamente valutate tutte altre voci patrimoniali diverse da quelle sopra indicate, in particolare anche gli Altri Titoli ed i Crediti verso le società partecipate, valori che rappresentano un investimento consistente.

Infine, secondo la previsione metodologica, si computa il c.d. "effetto holding", dove in particolare si procede alla quantificazione dell'holding discount in euro 10.986,5 migliaia; tale computo ha considerato la media 2019/20 dei costi operativi al netto dei ricavi operativi ricorrenti della società holding, ovvero i c.d. Corporate Overhead Netti, effettuando una valutazione in "perpetuity" secondo la metodologia dei valori terminali, considerando una crescita di detti costi in ragione del tasso medio di lungo periodo di inflazione attesa pari all'1,4%; non si è considerato l'effetto di risparmio fiscale potenzialmente connesso perché la società non presenta in via strutturale elementi di compensabilità fiscale in quanto i proventi ordinari sono costituiti da dividendi e/o da plusvalenze da partecipazione, elementi che sono in regime di participation exemption e non compresi nei Corporate Overhead. Infine, si è proceduto alla capitalizzazione di detti valori al tasso pari al costo del capitale di rischio K_e quantificato nel 9,8%, coerentemente con la natura della posta rettificativa in parola che è a diretta riduzione del patrimonio netto e considerati gli elementi sopra espressi. I risultati di tale processo sono riepilogato nella successiva tabella.



CORPORATE OVERHEAD ATTUALIZZATI			
PAR.CO	2019	2020	MEDIA 2019-20
Corporate Overhead netti	1.211,3	921,2	1.066,2
<i>ottenuti considerando</i>			
<i>risultato operativo</i>	-12.045,5	-2.074,6	
<i>ricavi non ricorrenti (liberazione fondi)</i>	0,0	-1.423,0	
<i>ammortamenti e svalutazioni</i>	75,6	26,4	
<i>accantonamenti per rischi</i>	10.758,6	2.550,0	
Corporate Overhead netti	-1.211,3	-921,2	
fattore di crescita - inflazione lungo periodo			1,4%
costo del capitale di rischio - ke			9,8%
Corporate Overhead Netti Attualizzati			10.986,5

In particolare, la **quantificazione del costo del capitale di rischio, comunemente denominato Ke, risultata pari al 9,8%**, come sintetizzato nella seguente tabella,

Costo capitale di rischio = KE	
BTP 10y	0,92%
Premio per il rischio del mercato azionario	7,31%
Beta levered	0,78
Size premium	3,2%
d/e	0,77
Costo capitale di rischio = KE	9,8%

ed è stato computato considerando:

- un tasso free risk rappresentato dal rendimento dei Btp a 10y pari allo 0,92% (vedasi: <https://www.borse.it/spread/rendimento/BTP/>);
- un premio per il rischio dato dalla media del rendimento del mercato azionario italiano per i primi tre mesi dell'anno 2021 (vedasi: <http://www.market-risk-premia.com/it.html>), al netto del tasso free risk di cui sopra, pari al 7,31%;
- un fattore beta levered tratto dal data base professionale del Prof. A. Damodaran per l'anno 2020 ed individuato dalla media dei beta levered dei tre settori di attività in cui opera Par.Co, ovvero l'Hospital/healthcare facilities, il real estate, il food processing, e l'insurance, valore risultato mediamente pari 0,78X, come evidenziato dalla sottostante tabella;
- un size premium in considerazione della ridotta dimensione aziendale, rispetto alle società quotate cui si riferiscono i valori di input utilizzati, pari al 3,2% (Ibbotson) come da prassi corrente;
- una struttura finanziaria target tratta dal medesimo data base professionale di cui sopra ed individuata dalla media dei coefficienti debt/equity dei tre settori di attività in cui la società opera, come prima descritto, il cui valore è risultato mediamente pari 0,77X, come evidenziato dalla sottostante tabella.

Data Base A.Damodaran	beta	d/e
hospital/health care facilities	0,67	1,29
real estate	0,72	1,08
food processing	0,67	0,19
insurance	1,06	0,53
media	0,78	0,77

Considerando gli elementi sopra espressi, si giunge ad una valorizzazione economica del patrimonio netto di Par.Co pari ad euro 62.476,1 migliaia, ovvero di una valutazione di ognuna delle 120.198 azioni emesse ed in circolazione, come pari ad euro 519,78 per azione, come esplicitato nella prima parte della successiva tabella.

VALUTAZIONE QUOTA PARTECIPATIVA IN PAR.CO DEL SOCIO DI MINORANZA UNIECO					
PAR.CO	31/12/2020	aucap	post aucap	HP 1	HP 2
PATRIMONIO NETTO 31 DICEMBRE 2020	72.177,0		72.177,0	72.177,0	72.177,0
AUCAP A PAGAMENTO del 29 marzo 2021		750,4	750,4	750,4	750,4
BOOK VALUE PARCO SPA	72.177,0	750,4	72.927,4	72.927,4	72.927,4
Rettifiche patrimoniali dirette				-102,0	-102,0
Rettifiche valutative partecipazioni				637,3	637,3
Corporate Overhead Netti Attualizzati				-10.986,5	-10.986,5
EQUITY VALUE PARCO SPA				62.476,1	62.476,1
SCONTO DI MINORANZA					15%
VALORE SCONTO DI MINORANZA					9.371,4
EQUITY VALUE PARCO SPA POST MINORITIES DISC.					53.104,7
NUMERO AZIONI EMESSE E IN CIRCOLAZIONE	118.755	1.443	120.198	120.198	120.198
BOOK VALUE PER AZIONE	607,78 €	520,00 €	606,73 €		
VALORE PER AZIONE				519,78 €	441,81 €
NUMERO AZIONI UNIECO	3.566	0,0	3.566	3.566	3.566
% PARTECIPATIVA UNIECO	3,00%	0,00%	2,97%		
VALORE QUOTA UNIECO				1.854 €	1.575 €

Infine, si è provveduto a quantificare lo sconto di minoranza, e date le caratteristiche della compagine azionaria di Par.Co. che non vede la presenza di una maggioranza rappresentata da un unico soggetto, né strutturata in un patto di sindacato, si considera detto sconto come una variante applicativa che dà luogo a due diverse ipotesi valutative a seconda che venga o meno considerato; la motivazione di detta previsione risiede comunque nella natura della partecipazione oggetto di valutazione che dopo il recente aumento di capitale è pari al 2,97%. In particolare, detto sconto è stato quantificato, dati i caratteri prima descritti, è stato quantificato nel valore minimo normalmente previsto per tale quantificazione, ovvero nel 15% del valore in analisi. La quantificazione dello sconto di minoranza si sostanzia in una riduzione potenziale del valore di valutazione di euro 10.986,5 migliaia. Considerando anche gli elementi afferenti lo sconto di minoranza, si giunge ad una valorizzazione economica del patrimonio netto di Par.Co pari ad euro 53.104,7 migliaia, ovvero di una valutazione di ognuna delle 120.198 azioni emesse ed in circolazione, come pari ad euro 441,81 per azione.

3. CONCLUSIONI

Il sottoscritto Esperto, sulla base dei metodi descritti nella presente Relazione di Stima, impegnando con ciò il proprio parere professionale giura nelle forme di rito, anche ai sensi della previsione di cui all'art.483 c.p., che il valore economico della singola azione detenuta da Unieco in Par.Co. è definito nell'ambito di un intervallo compreso fra euro 519,78 ed euro 441,81. Conseguentemente la partecipazione detenuta da Unieco in Par.Co., consistente in numero 3.566 azioni, esprime un valore economico compreso in un intervallo fra Euro 1.854,00 (milleottocentocinquantaquattro) migliaia ed Euro 1.575,00 (millecinquecentosettantacinque) migliaia.

Tale valutazione è da considerarsi alla luce delle ipotesi e dei limiti così come indicati allo specifico paragrafo 1.5.

31 MAGGIO 2021


IN FEDE
L'ESPERTO
PROF. DOTT. LUCA CARRA




Repertorio N. 51354

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI GIURAMENTO

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno tre giugno duemilaventuno, in Reggio Emilia, alla via della Racchetta n. 1.

3-6-2021

Innanzi a me, Dr. ANTONIO CARANCI, Notaio iscritto al Ruolo del Distretto Notarile di Reggio Emilia, residente in Reggio Emilia, con studio alla via della Racchetta n. 1,

E' PRESENTE

LUCA CARRA, nato a Reggio nell'Emilia (RE) il 28 ottobre 1961, con residenza in Reggio nell'Emilia (RE), Viale Umberto I N. 18/1, Codice Fiscale CRR LCU 61R28 H223 C, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circonscrizione di Reggio Emilia al N. 754 A, nonchè nel Registro dei Revisori Legali al N. 167012, con Studio in Reggio Emilia, Via Gutenberg n. 3.

Dell'identità personale del costituito io Notaio sono certo.

Lo stesso mi presenta una perizia di stima per determinare il valore della partecipazione detenuta dalla Società **"UNIECO SOCIETA' COOPERATIVA"**, Società in Liquidazione Coatta Amministrativa, con sede in Reggio nell'Emilia (RE), Via Meuccio Ruini N. 10, iscritta nella sezione ordinaria del Registro Imprese presso la C.C.I.A.A. di REGGIO EMILIA al N. 00301010351, corrispondente al codice fiscale della Società



stessa, nonchè al N. 4108 del R.E.A., nella società "PAR.CO.
S.P.A. Società Finanziaria di Partecipazione" con sede in
Reggio nell'Emilia (RE), via Danubio N. 19, Codice fiscale N.
00127720357.

Il costituito mi chiede di asseverare con giuramento detta
relazione, ai sensi dell'art. 1 del R.D.L. 14 luglio 1937, N.
1666, relazione che al presente atto si allega sotto la let-
tera A).

Quindi, io Notaio deferisco il giuramento al comparente,
previo mio richiamo alla stessa sulle conseguenze delle di-
chiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di dichiarare
la verità, ai sensi dell'art. 193 c.p.c. e dell'art. 483 c.p.

Il comparente presta quindi il giuramento, pronunciando le
parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'inca-
rico ricevuto, e quindi redatto la relazione sopra indicata,
al solo scopo di far conoscere la verità".

La parte mi dispensa dalla lettura di quanto allegato.

Di questo atto, scritto con sistema elettronico da me Notaio
su un foglio per una facciata, ho dato lettura alla costi-
tuita, che lo approva.





