

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N.5\2023

Relazione di stima
del valore dell'attivo patrimoniale
della società



a cura del perito

Rag. Andrea Rombaldoni – Ragioniere Commercialista in Pesaro

Indice

1. Premessa	Pag. 3
2. Scopo della perizia	Pag. 4
3. Raccolta dei dati e delle informazioni utili alla stima	Pag. 6
4. Descrizione dell'azienda	Pag. 13
5. Notizie sul settore di riferimento	Pag. 14
6. Metodi di valutazione	Pag. 15
7. Valutazione del capitale economico	Pag. 25
8. Conclusioni	Pag. 39

1. Premessa

Il sottoscritto Rag. Andrea Rombaldoni nato [REDACTED] con residenza professionale a Pesaro (PU) in Via del Carso n.27, codice fiscale [REDACTED], email andrea.rombaldoni@studiorombaldoni.com, pec andrea.rombaldoni@odcec.legalmail.it, ragioniere commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della provincia di Pesaro e Urbino al n. 132/A, nonché revisore contabile, iscritto al Registro dei Revisori Legali al n.50364, ha ricevuto l'incarico da parte dell'Avv. Gaia Cesaroni, nata a [REDACTED], con studio in Pesaro, Via Marcolini n. 4 e della Dott.ssa Monica Marini, nata a [REDACTED], con studio in Pesaro, via del Carso n. 27, in qualità di curatrici, a seguito di liquidazione giudiziale, della società [REDACTED] [REDACTED] di effettuare in qualità di esperto la stima del capitale economico attribuibile alla società.

Si fa presente che con sentenza n. 9/2023 depositata in cancelleria il 27.03.2023, il Tribunale di Pesaro ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale di Cima S.r.l. (liquidazione giudiziale n. 5/2023).

La presente perizia rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

2. Scopo della perizia

La presente perizia è stata predisposta allo scopo di determinare il valore complessivo del capitale economico di [REDACTED], tenendo conto delle valutazioni separate degli elementi materiali e immobiliari redatte da altri esperti. In particolare, il mio incarico si focalizzerà sulla stima dell'avviamento, ossia la capacità del complesso aziendale di generare reddito futuro. Successivamente, il valore dell'avviamento stimato sarà sommato ai valori delle altre perizie per determinare il valore totale del capitale economico attivo dell'azienda.

Più in dettaglio si fa presente che sono estranei all'incarico conferitomi e quindi non sono oggetto di valutazione nella presente perizia:

- le rimanenze di magazzino in quanto oggetto di separata vendita e perizia;
- i beni strumentali e immobili in quanto valutati da altri periti incaricati;
- i crediti e debiti che rimarranno in capo a [REDACTED]

Si anticipa fin da subito che il compito del sottoscritto è reso particolarmente complesso dalla difficoltà di reperire dati contabili recenti riferibili all'azienda oggetto di valutazione, in quanto concessa in affitto, e dall'influenza che la procedura concorsuale ha avuto sui dati contabili storici della società, come verrà illustrato più dettagliatamente nel corso della presente perizia.

Si evidenzia infatti che in data 30.11.2022, [REDACTED] ha stipulato un contratto di affitto di azienda con [REDACTED] e un contratto di usufrutto su automezzi. Successive modifiche al contratto di affitto e di usufrutto sono state apportate il 22.04.2024 per adattarsi alle esigenze della procedura di liquidazione giudiziale.

La società affittuaria, [REDACTED] svolge anche altre attività le cui risultanze sono evidentemente ricomprese nell'unico bilancio della società affittuaria rendendo di fatto impossibile reperire i dati reddituali del ramo di azienda "[REDACTED]" condotto dalla [REDACTED] in affitto di azienda.

Pertanto, le uniche informazioni disponibili per la stima sono il canone di affitto dell'azienda e i bilanci di ██████████ per gli anni dal 2017 al 2022.

Con riferimento a questi ultimi bilanci si sottolinea peraltro che con decreto del 12.04.2016, depositato il 14.04.2016, il Tribunale di Pesaro ha omologato il concordato preventivo in continuità aziendale ex art. 186 bis L.F. presentato da ██████████ circostanza quest'ultima che ha evidentemente influenzato i dati storici finanziari della società che rendicontano una gestione condotta nell'ambito di una procedura concorsuale.



3. Raccolta dei dati e delle informazioni utili alla stima

Il sottoscritto, per lo svolgimento dell'incarico, ha richiesto ed esaminato i seguenti documenti riferiti alla società:

- 1) Contratto di affitto di ramo d'azienda tra [REDACTED] del 30/11/2022;
- 2) Contratto modificativo d'affitto di ramo d'azienda tra [REDACTED] del 22/04/2024;
- 3) Contratto di costituzione di usufrutto su automezzi tra [REDACTED] del 30/11/2022;
- 4) Atto modificativo di contratto di costituzione di usufrutto su automezzi tra [REDACTED] del 22/04/2024;
- 5) bilanci [REDACTED] relativi agli esercizi dal 2017 al 2022;
- 6) perizia di stima dei beni strumentali di [REDACTED] effettuata dal p.i. Giuseppe Luzi;
- 7) perizia di stima dei beni immobili di [REDACTED] effettuata dal Geom. Alberto Campagna.

Gli elementi alla base dell'indagine sono stati utilizzati così come predisposti dalla Società, sul fondamento dell'accettazione del presupposto della loro correttezza e della loro rispondenza al vero. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence anche perché tale attività è stata svolta dagli organi della procedura, pertanto lo scrivente non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione, avendo provveduto esclusivamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite.

Si ha avuto altresì accesso ad informazioni generali riguardanti la Società, quali, ad esempio, la sua "storia", la sua attività, le caratteristiche del settore nel quale ha operato ed opera nonché dell'ambito competitivo passato ed attuale; ciò grazie anche ad alcuni colloqui con le curatrici della procedura.

Sintesi dei dati economici

	2017	2018	2019
<i>Ricavi caratteristici</i>	12.084.864	9.092.582	7.882.788
<i>Variaz. Rimanenze prod. fin.</i>	317.993	(183.906)	(130.689)
<i>Altri ricavi e proventi</i>	70.719	114.789	16.112
<i>Costi per materie prime</i>	6.647.211	5.758.630	2.708.968
<i>Costi per servizi</i>	2.552.801	871.434	1.954.632
<i>Costi per godimento beni terzi</i>	156.714	39.329	101.824
<i>Costi per il personale</i>	2.289.504	2.014.784	2.350.813
<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>	190.992	232.059	198.951
<i>Variaz. rimanenze mat. Prime, sussid. e cons.</i>	(200.492)	(150.048)	238.973
<i>Oneri diversi di gestione</i>	138.531	129.545	134.489
<i>EBIT valore assoluto</i>	698.315	127.732	79.561

	2020	2021	2022
<i>Ricavi caratteristici</i>	5.883.996	6.778.365	3.914.530
<i>Variaz. Rimanenze prod. fin.</i>	(5.519)	(1.002)	1.180
<i>Altri ricavi e proventi</i>	8.737	39.157	33.598
<i>Costi per materie prime</i>	2.668.987	3.052.930	1.581.370
<i>Costi per servizi</i>	1.639.938	1.841.570	1.129.184
<i>Costi per godimento beni terzi</i>	97.941	68.786	96.630
<i>Costi per il personale</i>	2.039.051	2.533.051	1.957.187
<i>Ammortamento e svalutazioni</i>	-	2.793.963	194.428
<i>Variaz. rimanenze mat. Prime, sussid. e cons.</i>	(235.562)	78.578	350.152
<i>Oneri diversi di gestione</i>	103.810	325.237	692.684
<i>EBIT valore assoluto</i>	(426.951)	(5.566.846)	(2.052.327)

Analisi dati economici

L'analisi sommaria dei dati di bilancio di ██████████ per il periodo 2017-2022 evidenzia significative criticità nella performance economica dell'azienda e in particolare gli ultimi tre esercizi evidenziano la “tipica” evoluzione dei risultati delle società soggette a procedura concorsuale con perdite elevatissime figlie anche delle necessarie modifiche ai criteri valutativi delle poste di bilancio. Durante questo periodo, ██████████ è stata soggetta alla procedura di concordato preventivo in continuità aziendale, un fattore che evidentemente e come già evidenziato ha notevolmente influenzato i risultati economici e finanziari e la gestione operativa della società.

Ricavi e Redditività

I ricavi caratteristici di ██████████ mostrano una tendenza al ribasso dal 2017 al 2022. Nel 2017, i ricavi erano pari a €12.084.864, ma sono diminuiti costantemente fino a raggiungere €3.914.530 nel 2022. Questa significativa riduzione nei ricavi indica una contrazione delle attività operative dell'azienda, probabilmente dovuta alla difficile situazione economica e alle restrizioni connesse alla procedura concorsuale.

L'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) riflette ancora più chiaramente le difficoltà affrontate dall'azienda. Nel 2017, l'EBIT era positivo, pari a €698.315. Tuttavia, dal 2018 in poi, l'EBIT ha mostrato un continuo declino, fino a diventare negativo nel 2020 (-€426.951) e a peggiorare ulteriormente nel 2021 (-€5.566.846) e nel 2022 (-€2.052.327). Questo deterioramento dell'EBIT suggerisce che l'azienda ha avuto difficoltà a mantenere la redditività operativa, con costi che hanno superato i ricavi in modo significativo.

Costi Operativi

Un'analisi più da vicino dei costi operativi rivela alcune tendenze importanti:

Costi per materie prime: L'incidenza di questa voce sul fatturato evidenzia anomalie, soprattutto nel 2019. L'incidenza sembra abbastanza stabile sotto il 50% del fatturato e non rappresentano il dato più critico dei bilanci analizzati.

Costi per servizi: I costi per servizi hanno mostrato variazioni significative, assolutamente non proporzionali rispetto all'evoluzione dei fatturati.

Questo andamento molto irregolare e peggiorativo con il passare degli anni potrebbe indicare inefficienze nella gestione dei servizi, variazioni nelle attività contrattuali, conseguenze della pandemia ecc. ecc.

Costi per il personale: Questi costi sono rimasti relativamente stabili fino al 2019, ma hanno subito un aumento significativo nel 2021, assolutamente patologico se si considera l'evoluzione dei ricavi negli esercizi oggetto di analisi. L'incremento dei costi del personale potrebbe essere correlato a necessità figlie di inefficienze operative o a impegni derivanti dalla procedura concorsuale.

Ammortamenti e svalutazioni: Questa voce ha subito una notevole variazione nel 2021 (€2.793.963), indicando possibili rettifiche straordinarie. È importante notare che nel 2020 la società ha beneficiato della sospensione degli ammortamenti, e nel 2021 l'importo di €2.793.963 si riferisce per €214.658 a quote di ammortamento e per €2.579.305 a svalutazione di crediti.

ASTALEGALE.NET

Impatto della Pandemia di COVID-19

A queste difficoltà si è aggiunto l'impatto della pandemia di COVID-19. Durante il 2020 e il 2021, l'economia globale ha subito gravi perturbazioni a causa dei lockdown e delle restrizioni operative imposte per contenere la diffusione del virus. ██████████ come molte altre aziende, ha dovuto affrontare sfide senza precedenti, tra cui interruzioni nella catena di fornitura, difficoltà nel mantenere la produzione operativa e una diminuzione della domanda dei prodotti.

L'impatto della pandemia è chiaramente visibile nei dati di bilancio del 2020 e 2021, dove si osserva un ulteriore calo dei ricavi e un aumento delle perdite operative. Ad esempio, l'EBIT negativo di €426.951 nel 2020 si è aggravato ulteriormente nel 2021, raggiungendo una perdita di €5.566.846. Questi risultati dimostrano che la pandemia ha amplificato le criticità preesistenti, rendendo ancora più difficile per l'azienda mantenere la sua stabilità finanziaria.

Criticità e considerazioni sulla non attendibilità dei dati

L'andamento negativo dei principali indicatori finanziari di ██████████ durante il periodo analizzato, associato alla procedura di concordato preventivo in continuità aziendale e all'impatto della pandemia di COVID-19, solleva serie preoccupazioni sulla validità dei dati per una valutazione affidabile dell'azienda. La continua diminuzione dei ricavi, combinata con l'aumento dei costi operativi e delle quote di ammortamento straordinarie, confermano una gestione fortemente influenzata dalle restrizioni e dalle necessità imposte dalla procedura concorsuale.

Inoltre, la forte variabilità degli EBIT annuali e il suo progressivo peggioramento rendono i dati storici finanziari inadeguati per sviluppare un metodo di valutazione basato sui risultati economici dell'azienda. La procedura concorsuale ha evidentemente distorto le performance finanziarie dell'azienda, rendendo i dati non rappresentativi della sua reale capacità di generare reddito in condizioni operative normali.

Alla luce di queste considerazioni, è evidente che i dati finanziari di ██████████ per il periodo 2017-2022 non possono essere utilizzati come base attendibile per una valutazione aziendale. Le continue perdite operative e la variabilità dei costi e dei ricavi indicano che qualsiasi analisi basata su questi dati non condurrebbe a risultati affidabili. Pertanto, è necessario adottare altri criteri di valutazione, attraverso una stima separata dell'avviamento, dei beni materiali e degli immobili, il tutto finalizzato ad ottenere la migliore delle valutazioni possibile per ottenere il valore economico dell'azienda.

Analisi contratto di affitto di ramo d'azienda

I punti essenziali del contratto di affitto di ramo d'azienda tra [REDACTED] del 30/11/2022 e quello successivo modificativo d'affitto del 22/04/2024 sono i seguenti:

1. **Oggetto del contratto:** Azienda avente ad oggetto la progettazione, fabbricazione, lavorazione, posa in opera e commercio di prodotti in metallo di ogni tipo, strutture metalliche, porte, finestre, tende da sole, tende alla veneziana con il marchio [REDACTED]
2. **Beni inclusi nel ramo d'azienda:**
 - a. Immobili: fabbricati industriali, laboratori, autorimesse, magazzini e terreni a servizio dei suddetti fabbricati.
 - b. Mobili: impianti, attrezzature ed arredi.
 - c. Marchio: marchio [REDACTED]
 - d. Autorizzazioni, licenze, certificazioni: include certificati ISO, autorizzazioni ambientali, certificati di sicurezza antincendio e altre autorizzazioni e licenze non trasferibili che pertanto non saranno valutate ai fini della presente perizia.
3. **Canone di affitto:** €165.000 annui, suddivisi in €110.000 per la parte immobiliare e €55.000 per la parte mobiliare.
4. **Durata del contratto:**
 - **Contratto del 30/11/2022:** 6 anni a partire dal 1° dicembre 2022, con possibilità di rinnovo di pari periodo salvo disdetta. L'affittuaria ha la facoltà di recedere dal contratto dopo 2 anni, con preavviso di 6 mesi.
 - **Contratto del 22/04/2024:** modificata la durata da sei a due anni.
5. **Magazzino:**
 - **Contratto del 30/11/2022:** il magazzino non concorre a formare l'Azienda, alla data di consegna da redigere inventario. Prevista una clausola relativa al contratto estimatorio del magazzino.
 - **Contratto del 22/04/2024:** eliminata la previsione del contratto estimatorio del magazzino.
6. **Manutenzione e Migliorie:** obblighi dell'Affittuaria di mantenere in buono stato di conservazione e funzionamento i beni, assumendo l'onere

della manutenzione ordinaria e straordinaria. Possibilità di apportare migliorie previa autorizzazione della concedente.

7. **Polizze Assicurative:** obblighi dell'affittuaria di stipulare polizze contro rischi di incendio, perdita e deterioramento, con massimale di €3.133.000 per immobili e €1.250.000 per mobili. Le polizze devono essere mantenute in vigore per tutta la durata del contratto.
8. **Rapporti con i dipendenti:**
 - **Contratto del 30/11/2022:** subentro dell'Affittuaria nei rapporti di lavoro subordinato relativi ai dipendenti che svolgono la propria attività all'interno dell'azienda. Rispetto delle norme di legge e dei contratti collettivi applicabili. Prevista facoltà di compensazione tra debiti e crediti reciproci e clausole relative ai contratti pendenti.
 - **Contratto del 22/04/2024:** eliminata la facoltà di compensazione tra debiti e crediti reciproci e la clausola relativa ai contratti pendenti per facilitare il subentro dei curatori.
9. **Risoluzione del Contratto:** Il contratto si risolverà automaticamente in caso di mancato pagamento di un canone trimestrale, mutamento di destinazione d'uso dell'azienda, subaffitto non autorizzato o procedura concorsuale dell'affittuaria.

4. Descrizione dell'azienda

██████████ è una società che opera nel settore della produzione di prodotti accessori per l'edilizia. L'azienda è specializzata nella progettazione, fabbricazione, lavorazione, posa in opera e commercio di prodotti in metallo e altre tipologie, tra cui strutture metalliche, porte, finestre, tende da sole e tende alla veneziana, utilizzando il marchio ██████████

Il 30.11.2022, ██████████ ha stipulato un contratto di affitto di azienda con la società ██████████ con sede in Osimo (AN), Via Cola n.12, codice fiscale e partita Iva ██████████ un contratto di usufrutto su automezzi aziendali.

Successive modifiche al contratto di affitto sono state apportate il 22.04.2024 per adattarsi alle esigenze della procedura di liquidazione giudiziale.

Dall'analisi delle informazioni generali riguardanti la Società emerge che ██████████ Srl negli anni precedenti al 2016 ha attraversato un periodo di ristrutturazione finanziaria, culminato con l'omologazione del concordato preventivo in continuità aziendale, che ha permesso alla società di continuare le operazioni sotto un piano di risanamento.

E' di tutta evidenza che questi accadimenti devono essere attentamente soppesati nella valutazione dell'avviamento e nella conseguente determinazione del valore economico attuale dell'azienda.

Si evidenzia che attualmente gli ex dipendenti di ██████████ in forza presso ██████████ sono in totale 29 unità. La suddivisione del personale è la seguente: 15 impiegati, 13 operai, e 1 addetta alle pulizie. Questa distribuzione riflette la struttura organizzativa attuale e sottolinea l'importanza di mantenere un'adeguata forza lavoro per garantire la continuità operativa dell'azienda, anche in considerazione del contratto di affitto in essere.

5. Notizie sul settore di riferimento

Il settore della costruzione e produzione di prodotti metallici per l'edilizia sta vivendo una fase di evoluzione caratterizzata da alcune tendenze chiave per il 2024. Innanzitutto, c'è un crescente impegno verso la sostenibilità, con l'adozione di pratiche eco-compatibili e tecnologie di produzione più verdi. Le aziende stanno investendo in metodi di produzione sostenibili e in materiali riciclabili per ridurre l'impatto ambientale.

L'integrazione di tecnologie avanzate come l'intelligenza artificiale e la modellazione delle informazioni di costruzione (BIM) sta migliorando l'efficienza e la precisione dei progetti. Queste innovazioni stanno trasformando il settore, permettendo una gestione più efficace delle risorse e una riduzione degli sprechi.

Il mercato è inoltre influenzato da sviluppi regolamentari e politiche economiche, che stanno promuovendo l'adozione di tecnologie verdi e sostenibili. Le politiche governative, inclusi incentivi per la produzione sostenibile e nuovi standard di sicurezza e qualità, stanno avendo un impatto significativo sul settore.

In sintesi, il settore dei prodotti metallici per l'edilizia sta affrontando sfide e opportunità legate all'innovazione tecnologica, alla sostenibilità e alle dinamiche economiche globali, fattori che influenzeranno la valutazione complessiva del valore economico di [REDACTED]

6. Metodi di valutazione

I diversi metodi elaborati dalla dottrina economico-aziendale possono suddividersi nei seguenti:

- 1) patrimoniale;
- 2) reddituale;
- 3) misto patrimoniale-reddituale;
- 4) finanziario (discount cash flow);
- 5) multipli.

La scelta del metodo viene fortemente influenzata dalle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

In modo più analitico i fattori da considerare nella scelta del metodo sono i seguenti:

- caratteristiche dell'azienda da valutare;
- particolarità del settore in cui opera;
- complessità ed attendibilità prospettica.

Il Perito, quindi, considerando gli aspetti particolari dell'azienda da valutare e le informazioni ottenibili, deve scegliere la metodologia da utilizzare fra quelle di generale accettazione.

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione.

METODI PATRIMONIALI

Metodo patrimoniale semplice

Secondo il metodo patrimoniale semplice il valore economico della società è ottenuto rettificando il capitale netto contabile mediante plusvalori o minusvalori presenti negli elementi patrimoniali della società, sostituendo così ai dati contabili i valori contabili correnti delle poste attive e passive di bilancio.

In termini generali la stima patrimoniale deve soddisfare i seguenti criteri:

- immobilizzazioni tecniche: valutate al valore corrente di mercato nel caso di cespiti per i quali esistono quotazioni attendibili; nel caso degli altri cespiti, al costo di riproduzione o di sostituzione, congruamente ridotto per

- tenere conto della vetustà e di ogni altro fattore riduttivo dei beni esistenti rispetto ad un complesso di nuova costituzione;
- costi capitalizzati: se privi di reale contenuto patrimoniale, vanno normalmente annullati ai fini della valutazione di tipo patrimoniale; la loro utilità pluriennale può tuttavia essere considerata, se ne esistono i presupposti, in sede di valutazione degli elementi immateriali;
 - rimanenze: valutate al costo di acquisto o di produzione; nel caso di lavori in corso e di prodotti coperti da ordini fermi può essere aggiunta al costo una quota del margine in corso di formazione, se ciò è coerente con i criteri di espressione dei risultati periodici di esercizio; i materiali obsoleti (e talvolta anche quelli di lenta movimentazione) vanno congruamente svalutati;
 - crediti: valutati al presumibile valore di realizzo; ai crediti considerati validi ma esposti ad un rischio generico, è di solito applicata una percentuale forfettaria di abbattimento che tenga conto dell'esperienza aziendale nonché della situazione del settore e della congiuntura economica in generale;
 - fondi rischi e fondi spese future: devono riflettere la dimensione delle passività attese per i rischi in corso (compresi gli oneri già maturati) e per quelli che avranno manifestazione monetaria futura.

L'applicazione del criterio patrimoniale comporta la necessità di tenere conto dei potenziali carichi fiscali sulle plusvalenze stimate in sede di riesposizione in termini correnti dell'attivo e del passivo. Il calcolo è di norma compiuto in base ad aliquote inferiori a quelle ordinarie, a motivo principalmente di:

- differimento nel tempo dell'eventuale realizzazione della plusvalenza;
- carattere solo eventuale della plusvalenza;
- possibilità, consentita dal T.U.I.R., di differire nel tempo (5 anni senza interessi) le imposte sulle plusvalenze realizzate;
- periodiche leggi che consentono la rivalutazione monetaria dei cespiti, riducendo di conseguenza il carico fiscale in caso di manifestazione di plusvalenza sugli stessi.

Il valore economico della società è ottenuto quindi applicando la seguente formula:

$$W = K = PNC +/- R$$

dove:

W = valore del capitale economico;

K = patrimonio netto rettificato semplice;

PNC = patrimonio netto contabile;

R = rettifiche derivanti da plusvalori o da minusvalori.

Metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso comprende, rispetto a quello semplice, la valorizzazione di uno o più beni immateriali che si possono considerare caratteristici per determinate aziende (es.: raccolta delle aziende di credito, portafoglio premi delle imprese assicuratrici, licenze commerciali, concessioni, marchi, brevetti, portafoglio ordini, quote di mercato, ecc.). Per essere valorizzati nel procedimento di stima, essi debbono innanzitutto rappresentare fattori critici di successo e incorporare quindi differenziali competitivi; inoltre devono possedere taluni requisiti, tra cui:

- ✓ essere trasferibili o comunque fruibili separatamente rispetto all'azienda;
- ✓ essere all'origine di benefici economici specifici di entità apprezzabile;
- ✓ essere stati o essere oggetto di un significativo flusso di investimenti.

Ove soddisfino i predetti requisiti, i beni immateriali possono essere valutati sulla base di:

- prezzi di cessione espressi dal mercato, ove esistenti;
- presumibile costo di riproduzione, di regola ottenuto attualizzando per un certo numero di anni gli oneri da sostenere per riprodurre beni di pari utilità;
- valore attualizzato degli specifici benefici potenzialmente ottenibili.

METODO REDDITUALE

Con tale metodo il valore dell'azienda deriva unicamente dalla redditività che, nelle aspettative, essa sarà capace di produrre. Presupponendo una durata indeterminata della società, quanto detto si esprime con la seguente formula:

$$W = R / i$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'azienda;
- R è il reddito medio normale atteso;
- i è il tasso di capitalizzazione, ossia il tasso che riflette il rischio del settore economico tenuto conto anche del rischio specifico dell'impresa.

La stima di R – reddito netto medio normale atteso – può avvenire per estrapolazione o proiezione dei risultati storici oppure assumendo i risultati espressi in piani a medio termine (metodo dei risultati programmati). La “normalizzazione del reddito” è un processo articolato che può modificare i redditi contabili espressi dal bilancio; per ottenere la normalizzazione del reddito è necessario:

- verificare l'accettabilità da un punto di vista generale dei principi contabili utilizzati per la determinazione del reddito stesso;
- eliminare i componenti di reddito di natura eccezionale, dovuti a circostanze difficilmente ripetibili, o derivanti da cause che non hanno attinenza con la gestione aziendale;
- eliminare o rettificare i componenti di reddito relative a situazioni passate non ripetibili in futuro;
- eliminare gli effetti di eventuali politiche di bilancio, rendendo omogenei, in particolare, i criteri di determinazione dei componenti di reddito di origine stimata o congetturata (rimanenze, accantonamenti, ecc.);
- eliminare i componenti di reddito solo apparenti;
- dedurre gli eventuali componenti di reddito relativi ai cosiddetti “beni separabili”, cioè quelli non strumentali e pertanto eliminabili dal patrimonio aziendale senza pregiudizio per la gestione caratteristica, la cui valutazione deve essere effettuata separatamente al presumibile valore di realizzo.

Per la determinazione di i si può adottare un criterio dotato di “validità generale”, che prevede:

$$i = r + s \beta$$

dove r indica una costante rappresentativa del tasso di remunerazione degli investimenti “senza rischio” o con un rischio trascurabile, ed s è un indice quantitativo dell’intensità del rischio del settore economico in cui opera l’impresa, rettificato da un indice β , il quale può assumere valori superiori o inferiori all’unità, che serve a sua volta per stimare il rischio specifico dell’impresa da valutare.

Le difficoltà legate all’utilizzazione di tale metodo si riferiscono alla determinazione del tasso di capitalizzazione ed in particolare del parametro relativo al rischio d’impresa; inoltre, il metodo puramente reddituale esclude ogni aspetto legato ai beni patrimoniali posseduti dalla società, che in alcuni casi possono incidere notevolmente sul valore economico da determinare.

METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE

La caratteristica essenziale di questo metodo è la ricerca di un risultato che consideri contemporaneamente due aspetti, così da tenere conto dell’elemento di obiettività e verificabilità dell’aspetto patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Tra i metodi misti patrimoniali-reddituali due sono le versioni che meritano una approfondita analisi:

- 1) metodo misto patrimoniale reddituale con la stima autonoma del Goodwill.
- 2) metodo del valore medio.

Metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del Goodwill

Il valore economico viene ricavato come somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del “sovrareddito”, inteso come differenza tra il

reddito medio-normale atteso dell'impresa oggetto della valutazione ed il reddito considerato "normale" per il settore cui l'azienda stessa appartiene.

Il metodo in esame prevede l'uso della seguente formula:

$$W = K + R * ((1+i)^t - 1) / i * (1+i)^t$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

R = reddito netto medio-normale atteso;

i = tasso di attualizzazione;

t = numero degli anni di cui si compone il periodo di attualizzazione;

La definizione del parametro t rappresenta la limitazione nel tempo della durata del sovra-reddito.

L'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del Goodwill prevede l'utilizzazione del tasso di attualizzazione, che permette l'allineamento temporale di valori variamente distribuiti nel tempo ed è perciò considerato come un tasso finanziario generico.

K indica il patrimonio netto rettificato per il quale si rinvia a quanto detto a proposito della valutazione con il metodo patrimoniale.

Infine, per la determinazione di R – reddito medio normale atteso, si rinvia a quanto già detto a proposito del metodo reddituale.

Metodo del valore medio

Il metodo del valore medio definisce il valore del capitale economico (W) come media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua (R/i)

La formula da utilizzare è:

$$W = \frac{1}{2} (K + R/i)$$

Dove:

W = valore del capitale economico;

K = patrimonio netto rettificato: si rinvia a quanto detto a proposito della valutazione con il metodo patrimoniale;

R = reddito netto medio normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione per la cui determinazione si rinvia a quanto già detto;

R / i = si rinvia al metodo reddituale puro.

METODO FINANZIARIO (DISCOUNTED CASH FLOW)

Secondo tale criterio, il valore dell'impresa non risiede nel semplice valore del suo patrimonio al momento in cui viene effettuata la valutazione (concezione prettamente patrimoniale), ma nella capacità futura che l'azienda stessa possiede di generare flussi di cassa.

Con tale metodo l'azienda viene considerata alla pari di un investimento, il cui valore è rappresentato dalla somma dei flussi di cassa attesi, attualizzati ad un prescelto tasso di sconto (WACC), al netto dell'indebitamento finanziario.

Il procedimento di calcolo è il seguente:

- 1) determinazione di un orizzonte temporale di riferimento, dal tempo 0, momento in cui si deve effettuare la valutazione, al tempo n, momento finale del periodo individuato;
- 2) determinazione dei flussi di cassa attesi nel periodo prescelto;
- 3) somma dei flussi di cassa, attualizzati al tasso di sconto (WACC), dal tempo 0 al tempo n;
- 4) determinazione del Valore terminale e relativa attualizzazione al tempo zero. Esso deve esprimere la capacità di generazione di cassa dell'azienda negli anni successivi all'orizzonte prospettico prescelto. Per il calcolo del valore terminale si utilizza una formula che proietta l'ultimo flusso di cassa, del periodo previsto, negli ulteriori esercizi, ipotizzando una crescita dei flussi ad un tasso ed attualizzandoli al tasso di sconto prescelto (WACC);
- 5) somma degli importi ottenuti dai punti 3 e 4, alla quale va sottratto il debito finanziario in essere al tempo 0, momento in cui si deve effettuare

la valutazione, in considerazione del fatto che il valore della Società è funzione anche dell'indebitamento netto di cui si caricherebbe l'eventuale acquirente.

La formula del metodo è la seguente:

$$W = I - Da$$

Dove:

$$I = \sum Cfi v + Tv vn$$

- I = valore dell'investimento (o anche detto Enterprise Value oppure EV)
CF = flussi di cassa attesi anno per anno (o anche detti Free cash flows oppure FCF)
n = durata (in anni) periodo di previsione analitica del flusso di cassa
v = fattore di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale (WACC)
Tv = valore finale, cioè valore all'anno n dell'investimento (Terminal Value)
Da = valore attuale dei debiti finanziari, al netto delle disponibilità liquide.

Nell'applicazione di tale metodo assume particolare importanza il tasso di sconto al quale attualizzare i flussi di cassa prospettici (WACC – Weighted Average Cost of Capital – Costo medio ponderato del capitale).

Il WACC, quindi, è individuabile come media ponderata tra il costo del capitale rapportato alla consistenza del patrimonio netto sulla somma debiti finanziari e netto ed il costo del debito rapportato alla consistenza dei debiti finanziari sulla somma debiti finanziari e patrimonio netto.

In termini analitici la formula è la seguente:

$$Wacc = Cd (1-t) * D (E+D) + Ce * E/(E+D)$$

Dove:

- Wacc = costo medio ponderato del capitale;
t = percentuale d'imposta;
Cd (1-t) = costo del capitale di debito al netto della fiscalità;
Ce = costo dei mezzi propri, ovvero l'"i" illustrato a proposito del metodo reddituale puro;
D = debiti finanziari;
E = patrimonio netto.

La determinazione del flusso di cassa atteso anno per anno è così schematizzabile:

Determinazione del Flusso di cassa

Valore della produzione
- Costo della produzione
=EBIT
+ Ammortamenti
=EBITDA
- Imposte pagate (quelle effettive)
+/- Variazioni capitale circolante commerciale
+/- Variazioni capitale fisso
<hr/>
=Flusso monetario della gestione (Free cash flow)
<hr/>

METODO DEI MULTIPLI

Il metodo dei Multipli calcola il valore dell'attività operativa dell'impresa moltiplicando un indicatore di redditività (ad esempio l'ebit o l'ebitda) per un determinato multiplo.

Per quanto concerne la scelta dei multipli da utilizzare, ciò che deve essere preso in considerazione riguarda:

- 1) rischio di dell'azienda (prescindendo dalla struttura finanziaria adottata);
- 2) capacità di generazione di cassa.

Per quel che concerne la rischio di dell'azienda si dovrebbe ragionare in termini di:

- 1.1 ciclicità e discontinuità dell'attività;
- 1.2 grado di leva operativa (incidenza dei costi fissi/totale costi);
- 1.3 intensità di capitale (incidenza attivo fisso/capitale investito).

Per la capacità di generazione di cassa si intende l'analisi dei fattori che a parità del parametro reddituale prescelto possono differenziare la capacità di generazione di cassa delle aziende, come ad esempio:

- 2.1 incidenza del capitale circolante netto
- 2.2 livello di investimenti necessari
- 2.3 aliquota fiscale
- 2.4 tassi di interesse del mercato finanziario di riferimento.

Tutte queste caratteristiche tendono a comprimere i multipli di valutazione, e cioè sono inversamente proporzionali al valore del capitale economico d'azienda. I multipli da applicare al valore di riferimento vengono generalmente ricavati dall'andamento del mercato borsistico delle società comparabili quotate. Tale valore viene poi variato alle caratteristiche specifiche dell'impresa da valutare, quali ad esempio leva finanziaria applicata, struttura medio piccola dell'azienda ed assenza di mercato dove negoziare le quote di partecipazione. Un aspetto molto importante (e molto spesso trascurato) nella applicazione dei multipli riguarda le dimensioni spazio - tempo. La collocazione delle aziende considerate nello spazio è importante poiché, al mutare di variabili come l'aliquota fiscale dei diversi Paesi o come i tassi di interesse sui diversi mercati finanziari, cambiano sostanzialmente i multipli da applicare.

Anche il tempo influisce sui multipli, e non solo nel lungo periodo. Variazioni nei tassi di interesse intervenute sullo stesso mercato finanziario, influenzando sui valori, impattano anche sui multipli.

I vantaggi insiti nell'utilizzo di metodi dei multipli sono sostanzialmente due: **la semplicità di utilizzo e l'elevata diffusione della metodologia.**

Per quanto concerne i difetti, occorre considerare che il metodo ha scarsa validità teorica, determinata soprattutto dalla mancanza di raffronti con aziende comparabili valutate da mercati azionari efficienti.

In assenza di questi riscontri precisi col mercato, nasce la necessità per il valutatore di intervenire direttamente sulla quantificazione "esatta" del multiplo. Ciò provoca inevitabilmente fenomeni di arbitrarietà.

7. Valutazione del capitale economico

Occorre premettere che l'oggetto di valutazione è un'azienda, ovvero un complesso di beni che, per la coordinazione dinamica impressa, si presenta come bene unico o universalità di beni, suscettibile di un unico atto di disposizione. L'azienda in genere, si configura come bene unitario, autonomo e di ordine superiore rispetto ai singoli elementi che la compongono.

Merita qui ricordare che, secondo lo Zappa, il capitale economico d'impresa "non è un fondo di valori diversi, sebbene coordinati, ma un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri" e che, quindi, il capitale economico è un valore unico suscettibile di determinazione soltanto attraverso una valutazione di sintesi.

Come evidenziato nella prima parte della presente relazione molteplici sono i metodi di valutazione del capitale economico che vengono applicati nella pratica odierna.

I metodi più diffusi per la valutazione delle aziende sono i metodi finanziari, patrimoniali, reddituali e misti, oltre al criterio dei multipli di mercato.

Criteri metodologici utilizzati nella stima

Momento rilevante nelle operazioni peritali consiste nella scelta del criterio unico o dei criteri di valutazione che l'esperto è tenuto ad applicare ai fini della stima dell'azienda.

La prassi operativa non impone l'utilizzo di un singolo criterio di valutazione, e neppure l'obbligo di utilizzare tutti i criteri possibili e fare una media dei valori. Non esiste cioè una metodologia da ritenere aprioristicamente superiore dal punto di vista teorico ma al contrario la determinazione del criterio (o dei criteri) da applicare nel caso concreto compete esclusivamente all'esperto incaricato sulla base della propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica.

La dottrina aziendalistica ha in alcuni casi tentato di trovare una possibile correlazione tra tipologia di operazione e metodologia valutativa da adottare, basandosi, per un lato, sull'esperienza maturata (relazioni di stima materialmente redatte) e dall'altro sui convincimenti teorici dei diversi autori. In tutti i casi la conclusione è stata però la necessità di riconoscere l'impossibilità di una classificazione esaustiva ed universalmente valida ed il conseguente riconoscimento che **l'esperto incaricato deve valutare di volta in volta le peculiarità del caso concreto, operando la scelta che la propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica ritiene più idonea nella particolare circostanza avente ad oggetto la valutazione del valore delle quote.**

L'esperienza conseguita e la prassi diffusa nell'attività della valutazione aziendale ci impongono metodologie improntate al buon senso e ad una certa cautela, in particolare nella definizione delle ipotesi di comportamento della società e di evoluzione dei mercati di riferimento.

Nella determinazione del capitale economico dell'azienda in esame si è cercato, quindi, di attenersi strettamente a considerazioni e criteri obiettivi e razionali, così come impostoci dall'etica professionale ovviamente previo reperimento e acquisizione di tutti i dati e le informazioni "oggettive" rese disponibili dalle ricerche effettuate e acquisite presso studi esterni.

Le metodologie di stima del capitale economico aziendale utilizzate nella prassi valutativa del nostro paese sono diverse e nessuna di esse può essere ritenuta valida in ogni circostanza, ma occorre effettuare la scelta sulla base delle caratteristiche della società oggetto di analisi.

Nel caso, ad esempio, di una forte patrimonializzazione della società, i metodi patrimoniali potranno essere di grande aiuto per una stima attendibile. D'altra parte, allorchè fossero disponibili serie storiche che non presentano forti oscillazioni, il metodo reddituale potrà dimostrarsi più idoneo a rappresentare l'effettivo valore economico della società.

Il sottoscritto perito, viste le precipue finalità della presente valutazione peritale, delle ragioni che sottendono alla richiesta, tenuto conto dell'attività svolta dalla società e della sua struttura economico/patrimoniale, ha provato a determinare e

quindi eventualmente a confrontare i risultati che derivano dal ricorso a due diverse metodologie valutative.

In particolare, i criteri esaminati per la valutazione del capitale economico della ██████████ che verranno successivamente presentati in dettaglio, sono stati i seguenti:

- **Metodo basato sul canone di affitto:** Questo approccio parte dalla considerazione che il valore del contratto di affitto di azienda è l'unico elemento "certo" o quantomeno "attendibile" di cui si dispone per determinare, anche se con una metodologia necessariamente "forfetaria", un valore che possa maggiormente approssimare il valore dell'azienda.

In particolare sono partito dall'unico elemento "parziale", ma determinato, di cui dispongo, per arrivare ad una valutazione generale del "bene" oggetto di valutazione.

Dal canone di affitto complessivo ho detratto la quota ragionevolmente imputabile ai beni immobili e mobili ricompresi nel contratto di affitto ma oggetto di separata perizia per determinare, per differenza, la quota di canone di affitto riferibile all'avviamento da assoggettare alla procedura di attualizzazione al fine di determinarne il valore attuale.

Tale metodo consente di isolare il valore degli elementi intangibili, evitando la duplicazione del valore attribuito ai beni strumentali e immobili già oggetto di altre perizie.

- **Metodo di controllo:** Sono state esaminate le risultanze dei bilanci della società riferiti agli esercizi dal 2017 al 2022 ma l'esame degli stessi porta a concludere per una sostanziale inattendibilità di tali valori per i fini che mi occupano nella presente perizia.

Come precedentemente sottolineato, i risultati dei bilanci evidenziano performance economiche fortemente negative, caratterizzate da perdite operative crescenti e una riduzione costante dei ricavi. Tali risultati, aggravati dalle svalutazioni straordinarie e dall'impatto della pandemia di COVID-19, non consentono l'emersione di un avviamento aziendale

positivo. L'andamento deficitario dell'EBIT e la gestione operativa compromessa dalla procedura concorsuale in continuità aziendale rendono i dati finanziari inadeguati per una valutazione basata sui risultati economici, evidenziando l'assenza di un valore aggiunto generabile dall'attività aziendale.

Peraltro, l'esistenza di un residuo avviamento nonostante quanto appena evidenziato è confermato dal riconoscimento di un canone di locazione che eccede la semplice valorizzazione dei beni materiali concessi in affitto.

Il metodo basato sul canone di affitto

Descrizione del metodo

- Separazione delle componenti valutate: considerata la presenza di perizie separate per i beni strumentali e immobili, includere l'intero canone d'affitto nella stima dell'avviamento porterebbe ad una duplicazione del valore attribuito a questi beni. Separando le componenti, si assicura che l'avviamento sia valutato in modo indipendente.
- Focalizzazione sull'Avviamento: l'avviamento rappresenta il valore intangibile derivante dalla capacità dell'azienda di generare reddito. Considerare solo la quota di affitto riferita alla parte mobiliare al netto dei beni materiali consente di valutare più accuratamente questo valore intangibile, senza essere influenzati dal valore dei beni fisici già considerati in altre perizie.
- Accuratezza della valutazione: questo metodo evita la sovrastima dell'avviamento, poiché non include valori che appartengono a beni materiali e immobili. Ciò garantisce che la stima sia sufficientemente "precisa" e riflette solo il valore degli elementi intangibili come il marchio e la capacità operativa dell'azienda. Non verranno invece considerati le autorizzazioni e le licenze in quanto non trasferibili.

In particolare, i principali elementi intangibili che verranno valorizzati con la seguente perizia sono rappresentati dal marchio [REDACTED] e dal Know How dei dipendenti dei quali si riporta una breve descrizione.

MARCHIO [REDACTED]



Il marchio [REDACTED] come graficamente riportato sopra, è progettato in modo distintivo e professionale, rappresentando efficacemente l'identità dell'azienda nel settore degli infissi metallici. Di seguito una descrizione dettagliata del marchio.

Design del Logo:

Il logo è costituito dalla parola "[REDACTED]" scritta in lettere maiuscole e stilizzate, utilizzando un carattere moderno e pulito. Le lettere sono allineate orizzontalmente su un'unica linea di base, conferendo al logo una struttura solida e uniforme.

Elementi Grafici:

Dietro alla lettera "M" ci sono delle linee parallele inclinate di colore azzurro e blu, che si irradiano verso destra. Queste linee simboleggiano delle lastre o pannelli metallici, rappresentando visivamente i prodotti fabbricati dall'azienda.

Le linee parallele aggiungono dinamismo e suggeriscono un senso di movimento e crescita, rafforzando l'identità innovativa dell'azienda.

Colori:

Il logo utilizza una combinazione di colori nero, azzurro e blu. Il nero è impiegato per la scritta "[REDACTED]" e per la descrizione sottostante, "INDUSTRIA INFISSI METALLICI", conferendo serietà e professionalità.

L'azzurro e il blu delle linee inclinate aggiungono un tocco visivo fresco e moderno, simbolizzando innovazione, tecnologia e affidabilità.

Descrizione Aggiuntiva:

Sotto il logo principale [REDACTED] è presente la scritta "INDUSTRIA INFISSI METALLICI" in lettere maiuscole di dimensioni minori, disposta verticalmente. Questo testo descrive chiaramente il settore di operatività dell'azienda, aggiungendo contesto e specificità al marchio.

La disposizione verticale del testo sulla sinistra bilancia graficamente le linee parallele sulla destra, creando un effetto visivo armonioso e ben bilanciato.

Significato e Impatto:

Il marchio [REDACTED] è stato progettato per riflettere l'identità e i valori dell'azienda, trasmettendo un senso di professionalità, affidabilità e innovazione. Le linee moderne e pulite, unite alla combinazione di colori, rendono il logo riconoscibile e memorabile, comunicando efficacemente il core business dell'azienda.



KNOW HOW DIPENDENTI

Il know-how, rappresentato dall'insieme delle conoscenze ed esperienze acquisite dai dipendenti di [REDACTED], costituisce un elemento intangibile di particolare rilevanza. Queste competenze tecniche, operative e organizzative, sviluppate nel corso degli anni, sono essenziali per garantire l'efficienza produttiva e la qualità dei prodotti nel settore degli infissi in metallo. Il know-how comprende non solo le abilità manuali e tecniche specifiche per la lavorazione e la progettazione di prodotti metallici, ma anche la capacità di gestire processi produttivi complessi, di rispettare standard di sicurezza e qualità, e di adattarsi alle richieste del mercato. Ai fini della presente perizia, tale patrimonio di conoscenze è valorizzato come elemento chiave per il mantenimento della competitività e della capacità operativa dell'azienda, rappresentando un valore intrinseco che contribuisce direttamente alla redditività potenziale del complesso aziendale.

Procedura di calcolo

- 1) Determinazione della quota parte del canone di affitto riferibile ai beni materiali:
 - a. Il valore dei beni materiali concessi in affitto è quello risultante dalla specifica perizia, al netto dei beni oggetto di contratto di usufrutto.
 - b. Come già anticipato, per determinare la quota di affitto annuale riferibile ai beni materiali ho utilizzato un tasso di rendimento appropriato risultante dalle indagini riportate in altra parte della presente perizia.
- 2) Determinazione della quota parte del canone di affitto riferibile all'avviamento:
 - a. Ho sottratto la quota parte di affitto riferibile ai beni materiali come sopra determinata dalla quota parte riferita alla parte mobiliare del canone di affitto.
- 3) Attualizzazione dei flussi di Cassa:
 - a. Ho quindi attualizzato i flussi di cassa futuri derivanti dalla quota di affitto riferibile all'avviamento ed alle altre attività immateriali sopra indicate utilizzando un tasso di sconto appropriato.

1) Determinazione della quota di affitto per i beni materiali

Per determinare la quota parte del canone di affitto riferibile ai beni materiali occorre innanzitutto partire dalla suddivisione del canone di affitto tra parte immobiliare e parte mobiliare come evidenziato nel contratto e che qui si riporta:

- Canone d'affitto annuo totale: € 165.000,00
- Quota per la parte immobiliare: € 110.000,00
- Quota per la parte mobiliare: € 55.000,00

A questo punto il canone d'affitto della parte mobiliare (€ 55.000,00) deve essere ulteriormente depurato della quota relativa ai beni materiali, che sono stati già oggetto di una perizia di stima.

Dalla perizia risulta che il valore totale attribuito ai beni strumentali ricompresi nel contratto di affitto è pari a € 635.455,00. Tuttavia, da questo importo deve essere sottratto il valore dei beni materiali che sono stati oggetto di un contratto di usufrutto separato e che, pertanto, non rientrano nel contratto di affitto d'azienda. Questi beni comprendono specificamente i veicoli utilizzati per il trasporto in conto proprio, che, per motivi legati alle autorizzazioni e alle licenze, non potevano essere gestiti tramite il contratto di affitto di ramo d'azienda, richiedendo invece la costituzione di un diritto di usufrutto sui veicoli stessi. Il valore di tali veicoli, come desumibile dalla perizia di stima, è pari ad € 88.500,00. Pertanto, il valore netto dei beni strumentali effettivamente ricompresi nel contratto di affitto risulta essere pari a € 546.955,00.

Adesso dobbiamo determinare il tasso di rendimento appropriato da applicare al valore dei beni per determinare la quota parte del affitto annuale ad essi riferibile. Come già evidenziato la ██████████ opera nel settore manifatturiero, ho quindi condotto una ricerca approfondita utilizzando diverse fonti di informazioni e benchmark di settore.

Secondo Deloitte, il settore manifatturiero nel 2024 continuerà a fronteggiare incertezze economiche, carenze di manodopera qualificata e la necessità di innovazione dei prodotti per raggiungere gli obiettivi di emissioni zero. Tuttavia, le aziende che investono in soluzioni di fabbrica intelligente e tecnologie digitali stanno mostrando maggiore resilienza e competitività¹.

Secondo un'analisi riportata da CSIMarket, nel settore "Iron & Steel" il rendimento medio degli asset è intorno al 5.31%². Questo dato è particolarmente rilevante per ██████████ che opera nel settore della produzione di prodotti metallici per l'edilizia.

¹ <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/manufacturing/manufacturing-industry-outlook.html>

² https://csimarket.com/Industry/industry_ManagementEffectiveness.php?ind=107

Inoltre, Carrier Vibrating, specializzata in attrezzature industriali, suggerisce che un tasso di rendimento del 5% è considerato accettabile per gli investimenti in nuovi macchinari e attrezzature, confermando che questo tasso riflette realisticamente le condizioni di mercato e il rischio associato nel settore manifatturiero.

Il sottoscritto perito, dopo un'analisi delle fonti disponibili e delle condizioni del mercato, tenuto conto dello stato dei beni, della situazione societaria e di mercato ritiene che un tasso di rendimento del **4%** può essere considerato adeguato per i beni materiali di proprietà [REDACTED]

La quota di affitto annua per i beni materiali sarà quindi così determinata:

Quota di affitto per i beni materiali = valore beni materiali × tasso di rendimento =
546.955,00 € × 4% = 21.878,20 €

2) Calcolo della quota parte di affitto riferibile all'Avviamento

La quota parte di affitto riferita alla parte mobiliare al netto della quota ipotizzabile per i beni materiali sarà quindi:

Quota di affitto per l'Avviamento = 55.000,00 € - 21.878,20 € = 33.121,80

Quindi, con un tasso di rendimento annuo del 4%, la quota di affitto attribuibile all'avviamento risulta pari a € 33.121,80.

3) Attualizzazione dei Flussi di Cassa

Per calcolare il valore attuale netto (VAN) di un flusso di cassa annuo costante per una serie di anni, occorre utilizzare la seguente formula:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t}$$

Dove:

C è il flusso di cassa annuo

r è il tasso di sconto

n è il numero di anni

Determinare un tasso di sconto appropriato per attualizzare i flussi di cassa riferiti all'avviamento richiede una valutazione accurata del rischio associato a questi flussi di cassa, che è generalmente superiore rispetto a quello dei beni materiali. Gli intangibili come l'avviamento sono soggetti a maggiore incertezza rispetto ai beni materiali. Questo è dovuto alla natura molto più volatile del valore generato dagli intangibili, come il marchio e le relazioni con i clienti.

Un metodo comunemente accettato per determinare il tasso di sconto per gli intangibili è utilizzare il WACC dell'azienda, aggiungendo un premio per il rischio specifico dell'intangibile. Questo approccio tiene conto del costo del capitale proprio e del debito dell'azienda, ponderato secondo la struttura del capitale dell'azienda stessa.

La formula per calcolare il WACC è la seguente:

$$WACC = K_e * \frac{E}{(D + E)} + K_d * \frac{D}{(D + E)} * (1 - tax)$$

dove:

$E/(D+E)$ = peso attribuito al capitale proprio;

$D/(D+E)$ = peso attribuito al capitale di terzi;

tax = aliquota fiscale;

K_d = costo del capitale di terzi;

K_e = costo del capitale proprio, dato dalla formula:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

β = beta, volatilità del rendimento delle imprese del settore o comparabili rispetto all'intero mercato azionario;

$(r_m - r_f)$ = premio per il rischio di mercato.

Nel caso della valutazione del capitale economico della ██████████ sono state utilizzate le seguenti ipotesi:

Tasso di rendimento privo di rischio (r_f)

In condizioni di mercato normali, il tasso privo di rischio viene assunto per approssimazione pari al rendimento medio effettivo lordo offerto dai titoli di stato a lungo termine, rilevato alla data di riferimento della stima. In Italia, si utilizza generalmente il rendimento dei Titoli di Stato Italiani BTP a 5 anni, in quanto strettamente correlato al periodo prospettico considerato per la valutazione aziendale. In particolare, i risultati dell'asta del 27 giugno 2024 (fonte: Dipartimento del Tesoro) indicano che i BTP a 5 anni hanno registrato un rendimento lordo pari al 3,55%³. Tale valore è stato utilizzato come riferimento per il calcolo del tasso privo di rischio.

Coefficiente Beta (β)

Il coefficiente Beta misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni di mercato, espresso come rapporto tra la covarianza tra il rendimento dell'asset e il rendimento del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti di mercato.

Per il calcolo del coefficiente Beta è possibile attingere dalla fonte del Prof. Damodaran sul sito internet della Stern University aggiornata al 5 gennaio 2024. Il Beta medio delle aziende Europee operanti nel settore in cui opera la società è pari a 1,05, come risulta dalla seguente tabella:

Industry Name	Number of Firms	Beta
Metals & Mining	120	1,05

(fonte: Damodaran, www.stern.nyu.edu/~adamodar).

³ Fonte Dipartimento del Tesoro:
https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_5_anni/BTP-5-Anni-Risultati-Asta-27-28.06.2024.pdf

Premio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$)

Il *market risk premium (MRP)* è il maggior rendimento atteso dal mercato azionario (r_m) rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischi (r_f). Nell'ambito del *CAPM* il metodo più comune per stimare il premio per il rischio è l'estrapolazione dei dati storici, esso viene calcolato come differenza tra rendimenti medi sui titoli privi di rischio lungo un esteso periodo di tempo. Il premio per il rischio è assunto pari al 6,84%, dato dalla differenza tra il rendimento atteso del mercato azionario, che come suggerito per l'Italia dalla banca dati Market Risk Premia (<http://www.market-risk-premia.com/it.html>) aggiornata a maggio 2024 risulta pari a 10,39%, e il tasso di rendimento privo di rischio come sopra individuato.

Il costo del capitale proprio (K_e) calcolato con il modello del *CAPM* è quindi pari a 10,73%.

$$\rightarrow K_e = 3,55\% + 1,05 * 6,84\% = 10,73\%$$

Costo del capitale di terzi (K_d)

Il tasso di attualizzazione calcolato mediante WACC tiene anche conto del costo del debito " K_d ", ovvero il prezzo che una società sostiene per finanziare le proprie attività ricorrendo al capitale di terzi, quale prestito obbligazionario di debiti bancari. In assenza di indici obbligazionari, si è fatto riferimento al costo di indebitamento medio desunto da opportune banche dati, e per il settore della produzione e lavorazione di metalli i suddetti valori sono pari a:

$$K_d = 7,15\%$$

(fonte Damodaran, www.stern.nyu.edu/~adamodar).

Rapporto debt/equity

Ai fini del calcolo del WACC il peso attribuito al capitale di rischio e all'indebitamento si deve basare su valori di mercato e non valori contabili. Anche in questo caso, si è fatto riferimento al rapporto di indebitamento medio desunto da opportune banche dati e per il settore della produzione e lavorazione di metalli in Europa i suddetti valori sono pari a:

$$D/(D+E) = 21,37\%;$$

di conseguenza, il peso attribuito al capitale proprio è pari a:

$$E/(D+E) = 78,63\%$$

(fonte Damodaran, www.stern.nyu.edu/~adamodar).

Quanto al carico fiscale, si è fatto riferimento ad un valore pari al 28,73%, dato dalla somma delle aliquote di imposta prospettiche a titolo IRAP (4,73%) ed IRES (24%).

Sulla base dei dati identificati o calcolati, si è quindi proceduto a determinare il tasso di attualizzazione, corrispondente al costo medio ponderato del capitale WACC, che risulta pari al 9,53%.

$$\rightarrow \boxed{WACC = 10,73\% * 78,63\% + 7,15\% * 21,37\% * 71,27\% = 9,53\%}$$

Premio per il rischio specifico

Oltre al WACC, ritengo opportuno aggiungere un premio per il rischio specifico dell'azienda che a mio parere può variare dal 3% al 5% o più, a seconda della dimensione dell'azienda e del rischio specifico associato agli intangibili.

Ai fini della seguente perizia, il sottoscritto perito ritiene di poter considerare un premio per il rischio specifico del 3%.

Il tasso di sconto totale per l'avviamento è quindi del 12,53%.

Calcolo attualizzazione flussi di cassa

Applicando la formula, il valore attualizzato della quota di affitto attribuibile all'avviamento, considerando un tasso di sconto del 12,53% e una durata di 6 anni, è approssimativamente € **134.157,38**.

Il metodo di controllo

Come già illustrato in precedenza, l'unico metodo di controllo astrattamente percorribile passa per l'analisi dei risultati economici di [REDACTED] la società concedente, al fine di verificare la coerenza del valore stimato per l'avviamento con i dati storici dell'azienda. Tuttavia, l'applicazione di tale metodo risulta impraticabile e inadeguata per diversi motivi.

In primo luogo, i risultati economici di [REDACTED] negli ultimi anni sono stati fortemente influenzati dalla procedura di concordato preventivo in continuità aziendale avviata nel 2016. Questa circostanza ha generato significative distorsioni nei dati contabili, compromettendo la capacità degli stessi di rappresentare la normale operatività aziendale. In secondo luogo, i dati storici evidenziano un andamento negativo e altamente deficitario, con ricavi in calo e perdite operative consistenti, che non permettono l'emersione di un avviamento positivo. Tali risultati riflettono non solo le difficoltà operative e gestionali della società, ma anche eventi straordinari, come la pandemia di COVID-19, che hanno ulteriormente aggravato la situazione economica.

Infine, la concessione in affitto del ramo d'azienda, avvenuta a partire dal 30 novembre 2022, limita ulteriormente la possibilità di utilizzare un metodo basato sull'analisi economica della concedente. Infatti, la gestione dell'attività aziendale è ora affidata all'affittuaria, [REDACTED] rendendo i dati economici di [REDACTED] ancor meno rappresentativi della capacità del ramo d'azienda di generare reddito.

Alla luce di tali considerazioni, l'adozione di un metodo di controllo basato sull'analisi dei risultati economici di [REDACTED] non conduce a risultati affidabili, risultando dunque non percorribile ai fini della presente valutazione.

8. Conclusioni

A conclusione dell'indagine che precede ed alla luce delle valutazioni in precedenza descritte, il sottoscritto Rag. Rombaldoni Andrea ritiene che la situazione economica dell'azienda non permette l'emersione di un avviamento positivo basato sui dati storici. Tuttavia, utilizzando un metodo alternativo di valutazione basato sul canone di affitto, è stato determinato un valore dell'avviamento della società [REDACTED] pari a

Euro 134.000,00.

Per determinare il valore complessivo del capitale economico della società, è necessario sommare al valore dell'avviamento:

- il valore dei beni strumentali, come da perizia effettuata dal perito industriale Luzi, per Euro 635.455,00
- il valore dei beni immobili, come da perizia effettuata dal Geom. Campagna, per Euro 2.059.000,00

In conclusione, il sottoscritto Rag. Rombaldoni Andrea ritiene che il capitale economico della società [REDACTED] possa quantificarsi ragionevolmente in

Euro 2.830.000,00.

Tutto ciò premesso e documentato, ritengo di avere assolto l'incarico conferitomi nell'osservanza delle disposizioni di legge e dei principi della tecnica professionale.

Pesaro, 11/12/2024

Rombaldoni Andrea