

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA DI



PERITO INCARICATO

Dott. Simone Nanni

Indice analitico

1. -	L'INCARICO RICEVUTO.....	3
1.1 -	PREMESSA.....	3
1.2 -	OGGETTO, FINALITA' E LIMITAZIONI DELL'INCARICO.....	3
1.3 -	LA SOCIETA' PROPRIETARIA DELL'AZIENDA OGGETTO DI VENDITA	5
1.4 -	LA BASE INFORMATIVA.....	7
1.5 -	DEFINIZIONE DEL PERIMETRO DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	7
2. -	I METODI DI VALUTAZIONE.....	8
2.1 -	NOTE METODOLOGICHE E PRASSI PROFESSIONALE.....	8
2.2 -	IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO.....	10
3. -	LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA.....	13
3.1 -	CONSISTENZE PATRIMONIALI AFFERENTI ALL'AZIENDA E VALORE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K).....	13
3.2 -	VALORE NORMALE DEI REDDITI ATTESI (R) E DURATA DELL'AVVIAMENTO (n).....	13
3.3 -	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEL SOVRAREDDITO (i').....	15
3.4 -	DETERMINAZIONE DEL TASSO DI RENDIMENTO "NORMALE" DEL CAPITALE INVESTITO (i'').....	16
3.5 -	DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA.....	18

1. - L'INCARICO RICEVUTO

1.1 - PREMESSA

Il sottoscritto **Dott. Simone Nanni**, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Ferrara al n. 521 sez. A ed al registro dei Revisori Legali al n. 167190, pubblicato nella G.U. della Repubblica Italiana n. 60 del 03/08/2012, con studio in Ferrara (Fe), Via De' Romei 7 è stato incaricato di procedere alla stima dell'azienda di proprietà della società

1.2 - OGGETTO, FINALITA' E LIMITAZIONI DELL'INCARICO

L'incarico ricevuto dallo scrivente consiste nella redazione di una relazione di stima finalizzata ad identificare il valore del capitale economico dell'azienda

In data 13 maggio 2025 il Tribunale di Forlì ha dichiarato aperta la procedura di concordato preventivo proposto da

Nel decreto di apertura viene indicato che *"Pertanto, all'esito, emerge che l'unica voce di attivo che rende il concordato "favorevole" per i creditori è rappresentata dal valore dell'avviamento, che secondo la debitrice sarebbe totalmente azzerato in ipotesi liquidatoria. Detto assunto non è allo stato verificato né verificabile, soprattutto a fronte dell'assenza di un elaborato peritale atto a stimare il valore dell'azienda; per il che, anche a fronte dell'offerta irrevocabile di acquisto pervenuta, è necessario che il Commissario Giudiziale provveda a verificare la congruità dei valori di cui alla proposta, all'esito potrà, dietro apposita istanza, procedersi agli incumbenti ex art. 91 CCII"*.

Con proposta irrevocabile di affitto ed acquisto di azienda la società a proposto alla società

- a) affitto di azienda per € 36.000,00 annui;
- b) contratto estimatorio avente ad oggetto le giacenze di magazzino, con impegno all'acquisto per € 130.000,00 al termine del contratto di affitto di azienda, al netto di quanto già corrisposto all'interno del contratto estimatorio;
- c) impegno all'acquisto dell'azienda per € 522.000,00, con pagamento del corrispettivo di cessione che potrà avvenire in tutto o in parte mediante accollo liberatorio del TFR dipendenti.

Con contratto di affitto di azienda del 15/04/2024 la società ha concesso in affitto l'azienda alla società per la durata di 24 mesi con decorrenza dalla data di

sottoscrizione del contratto di affitto e possibilità di rinnovo tacito di anno in anno in mancanza di disdetta, al prezzo di € 36.000,00 annui, oltre IVA come per legge, da pagarsi in rate mensili di importo pari ad € 3.000,00 ciascuna. Il magazzino era oggetto di apposito contratto estimatorio autonomo.

Il Commissario Giudiziale dott. Luca Dal Prato, ritenendo necessario procedere alla stima dell'azienda e alla verifica della congruità dei valori indicati nel piano, sia in tema di valore dell'azienda, che del valore dell'affitto di azienda, è stato autorizzato dal Tribunale di Forlì alla nomina del sottoscritto in data 10/06/2025 (**Allegato 1**).

Rispetto al normale iter logico applicabile ad aziende e/o rami d'azienda *in bonis*, il particolare ambito in cui viene sviluppata la presente stima implica necessariamente una ricalibrazione dei criteri valutativi da adottare, così lo scrivente nell'espletamento del proprio incarico:

- con riferimento alle consistenze dell'attivo patrimoniale da considerare nell'ambito del perimetro dell'azienda, ha considerato i beni individuati e recepiti nell'inventario redatto dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini come dettagliatamente si dirà nel prosieguo, nell'ottica di conservazione della continuità e funzionalità dell'azienda oggetto di eventuale futura vendita competitiva ex art. 216 CCII, come richiamato dall'articolo 114 comma 4 CCII all'interno di una procedura competitiva prevista dal Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza;
- ha fatto affidamento sui bilanci depositati dalla società e sulle situazioni contabili trasmesse;
- non ha effettuato procedure di verifica/revisione contabile o consulenze di natura legale e fiscale tali da poter astrattamente condurre a risultati contabili differenti rispetto a quelli derivanti dalle situazioni contabili, ad eccezione della valutazione dei beni mobili per il tramite dell'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini. Per questi motivi i dati contabili sono stati assunti così come risultanti dalle situazioni contabili fornite;
- trattandosi di una valutazione previsionale basata sui dati storici, lo scrivente nella formulazione della valutazione ha adottato un approccio prudenziale.

Ciò premesso, il contenuto sostanziale della presente relazione di stima sarà costituito da:

- indicazione dei beni facenti parti dell'azienda;

Dott. Simone Nanni

- indicazione dei criteri di valutazione adottati dallo scrivente ai fini della determinazione del valore economico dell'azienda
- determinazione del valore economico dell'azienda

1.3 - LA SOCIETA' PROPRIETARIA DELL'AZIENDA OGGETTO DI VENDITA

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

- ◆ **Oggetto sociale:** la società ha per oggetto la produzione e la lavorazione in conto proprio e per conto terzi di ricami, semilavorati e prodotti finiti per i settori della calzatura, della pelletteria, dell'abbigliamento e degli accessori, nonché l'applicazione degli strass, paillettes e decorazioni in genere in tutti i settori merceologici;
- ◆ **Capitale sociale:** € 20.000,00, di cui € 10.200,00 [REDACTED] pari al 51%, ed € 9.800,00 di pertinenza della sig.ra [REDACTED] pari al 49%;
- ◆ **Liquidatore e legale rappresentante:** [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] nominato liquidatore con atto del 11/07/2024, iscritto in data 08/08/2024.

** ** *

Ai fini della presente valutazione, è stata effettuata una breve analisi e riclassificazione in un'ottica prettamente economica dei dati della società desumibili dai bilanci depositati e dalle situazioni contabili prodotte.

Tabella 1. Conto Economico riclassificato

	RICLASSIFICAZIONE CE													
	31/12/17		31/12/18		31/12/19		31/12/20		31/12/21		31/12/22		31/12/23	
Valore della produzione operativa	€ 3.042.496,31	100,00%	€ 3.898.946,30	100,00%	€ 3.534.319,63	100,00%	€ 1.904.068,11	100,00%	€ 1.432.548,77	100,00%	€ 2.520.347,39	100,00%	€ 2.330.301,05	100,00%
- costi esterni operativi	€ 1.869.804,29	61,46%	€ 2.344.836,79	60,14%	€ 1.941.519,83	54,93%	€ 938.133,54	49,27%	€ 841.031,93	58,71%	€ 1.394.043,34	55,31%	€ 1.346.535,16	57,78%
VALORE AGGIUNTO	€ 1.172.692,02	38,54%	€ 1.554.109,51	39,86%	€ 1.592.799,80	45,07%	€ 965.934,57	50,73%	€ 591.516,84	41,29%	€ 1.126.304,05	44,69%	€ 983.765,89	42,22%
- costi del personale	€ 1.009.445,00	33,18%	€ 1.345.099,37	34,50%	€ 1.484.090,62	41,99%	€ 1.008.974,19	52,99%	€ 669.632,60	46,74%	€ 1.143.855,62	45,38%	€ 1.234.704,44	52,98%
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 163.247,02	5,37%	€ 209.010,14	5,36%	€ 106.709,18	3,08%	-€ 43.039,62	-2,26%	-€ 78.115,76	-5,45%	-€ 17.551,57	-0,70%	-€ 250.838,55	-10,77%
- ammortamenti e svalutazioni	€ 40.314,75	1,33%	€ 48.094,37	1,23%	€ 67.809,00	1,92%	€ 45.193,69	2,37%	€ 120.729,64	8,43%	€ 107.063,41	4,25%	€ 663.734,93	28,48%
RISULTATO OPERATIVO	€ 122.932,27	4,04%	€ 160.915,77	4,13%	€ 40.900,18	1,16%	-€ 68.233,31	-3,63%	-€ 198.845,40	-13,88%	-€ 124.614,98	-4,96%	-€ 914.673,48	-39,25%
Risultato area accessoria	€ 72.580,21	2,39%	€ 160.522,67	4,12%	€ 63.654,26	1,80%	€ 49.610,72	2,61%	€ 108.732,72	7,59%	€ 153.880,45	6,11%	-€ 55.193,48	-2,37%
Risultato area finanziaria	-€ 46.992,87	-1,54%	-€ 12.584,23	-0,84%	-€ 31.367,42	-0,89%	-€ 36.581,69	-1,92%	-€ 34.498,92	-2,41%	-€ 37.022,22	-1,47%	-€ 69.744,39	-2,99%
Risultati area straordinaria	€ 0,00	0,00%	€ 0,00	0,00%	€ 0,00	0,00%	€ 35.447,36	1,86%	€ 126.400,69	8,82%	€ 10.987,00	0,44%	€ 8.705,17	0,37%
Risultato prima delle imposte	€ 148.519,61	4,88%	€ 288.854,21	7,41%	€ 73.187,02	2,07%	-€ 39.756,92	-2,09%	€ 1.789,09	0,12%	€ 3.230,25	0,13%	-€ 1.050.806,18	-44,24%
Imposte sul reddito	€ 17.812,00	0,59%	€ 60.092,00	1,54%	€ 33.823,00	0,96%	€ 6.928,02	0,36%	€ 278,75	0,02%	€ 7.070,93	0,28%	€ 2.966,08	0,13%
RISULTATO D'ESERCIZIO	€ 130.707,61	4,30%	€ 228.762,21	5,87%	€ 39.364,02	1,11%	-€ 46.684,94	-2,45%	€ 2.067,84	0,14%	-€ 3.840,68	-0,15%	-€ 1.027.940,10	-41,11%

Tabella 2. Stratificazione utile/perdita dell'esercizio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023							
RISULTATO OPERATIVO	€ 122.932,27	4,04%	€ 160.915,77	4,13%	€ 40.900,18	1,16%	-€ 68.233,31	-4,63%	-€ 198.845,40	-13,88%	-€ 124.614,98	-4,34%	-€ 914.673,48	-39,25%
AREE														
Risultato area accessoria	€ 72.580,21	2,39%	€ 160.522,67	4,12%	€ 63.654,26	1,80%	€ 49.610,72	2,61%	€ 108.732,72	7,59%	€ 153.880,45	6,11%	-€ 55.193,48	-2,37%
Risultato area finanziaria	-€ 46.992,87	-1,54%	-€ 12.584,23	-0,84%	-€ 31.367,42	-0,89%	-€ 36.581,69	-1,92%	-€ 34.498,92	-2,41%	-€ 37.022,22	-1,47%	-€ 69.744,39	-2,99%
Risultati area straordinaria	€ 0,00	0,00%	€ 0,00	0,00%	€ 0,00	0,00%	€ 35.447,36	1,86%	€ 126.400,69	8,82%	€ 10.987,00	0,44%	€ 8.705,17	0,37%
Risultato prima delle imposte	€ 148.519,61	4,88%	€ 288.854,21	7,41%	€ 73.187,02	2,07%	-€ 39.756,92	-2,09%	€ 1.789,09	0,12%	€ 3.230,25	0,13%	-€ 1.050.806,18	-44,24%
Risultato area tributaria	-€ 17.812,00	-0,59%	-€ 60.092,00	-1,54%	-€ 33.823,00	-0,96%	-€ 6.928,02	-0,36%	€ 278,75	0,02%	-€ 7.070,93	-0,28%	€ 2.966,08	0,13%
RISULTATO D'ESERCIZIO	€ 130.707,61	4,30%	€ 228.762,21	5,87%	€ 39.364,02	1,11%	-€ 46.684,94	-2,45%	€ 2.067,84	0,14%	-€ 3.840,68	-0,15%	-€ 1.027.940,10	-41,11%

Le tabelle di cui sopra rappresentano la situazione economica relativa alle annualità 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023.

Gli esercizi più profittevoli per la società sono state le annualità 2017 e 2018 in cui ha registrato un utile netto di € 130.707,61 (anno 2017), € 228.762,21 (anno 2018) ed € 39.364,02 (anno 2019) mentre negli esercizi successivi la società, anche a causa della crisi congiunturale causata da COVID-19, ha iniziato ad avere problematiche operative ed economiche, registrando marginalità leggermente positive (2021 utile netto di € 2.067,84), oppure addirittura negativo (€ 46.684,94 nell'anno 2020, € 3.840,68 nell'anno 2022 ed € 1.027.940,10 nell'anno 2023).

1.4 - LA BASE INFORMATIVA

Ai fini della presente valutazione lo scrivente si è basato sull'analisi dei seguenti documenti:

- a) visura camerale ordinaria della società [redacted] (Allegato 2);
- b) bilanci depositati presso il Registro Imprese di [redacted] al 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023 (Allegato 3);
- c) bilanci di verifica (contabili) [redacted] 31/12/2017, 31/12/2018, 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023 (Allegato 4);
- d) contratto di affitto di azienda tra [redacted] e [redacted] del 15/04/2024 (Allegato 5);
- e) relazione di stima inerente i beni mobili (macchinari, scaffalature di varie dimensioni, tavoli da lavoro e contenitori, mobili e macchine uso ufficio e impianti specifici), redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini in data 12/06/2024, stimati per complessivi € 115.115,00, oltre all'analisi delle rimanenze di magazzino (Allegato 6);
- f) proposta irrevocabile di affitto ed acquisto di azienda di [redacted] del 15/04/2024 (Allegato 7);
- g) contratto estimatorio del 16/04/2024 tra [redacted] (Allegato 8).

1.5- DEFINIZIONE DEL PERIMETRO DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

L'azienda oggetto della presente valutazione è costituita da:

1. i beni mobili quali macchinari, scaffalature di varie dimensioni, tavoli da lavoro e contenitori, mobili e macchine uso ufficio e impianti specifici, siti in Comune di Forlì-Cesena, oggetto della perizia di stima elaborata dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini. Nella suddetta perizia i beni sono stati valorizzati ad un valore complessivo di € 115.115,00 in caso di continuità aziendale;
2. i beni immateriali di compendio al patrimonio aziendale tra cui l'avviamento commerciale, i marchi di fabbrica, i brevetti, il dominio internet [redacted] e il relativo sito, i progetti, i campionari, i programmi software e le tecnologie utilizzate;
3. contratto di locazione stipulato in data 07/03/2005 con la società [redacted] [redacted] con le seguenti precisazioni: i) durata del contratto: 6 anni decorrenti dal 01/05/2005 al [redacted]

Dott. Simone Nanni

30/04/2011, soggetto a rinnovi automatici per uguale periodo; ii) canone di locazione: € 36.000,00 oltre IVA annui, da corrispondersi in rate trimestrali anticipate;

4. contratti di lavoro relativi a n. 28 dipendenti.

Sono escluse dal ramo di azienda le scorte di magazzino che sono oggetto di autonomo accordo

complessivo pari ad € 130.000,00 al termine del contratto di affitto di azienda, al netto di quanto già corrisposto nell'ambito del contratto estimatorio.

** **

2. - I METODI DI VALUTAZIONE

2.1 - NOTE METODOLOGICHE E PRASSI PROFESSIONALE

La dottrina economico-finanziaria ha sviluppato diversi modelli ed algoritmi finalizzati al calcolo del valore economico del capitale di funzionamento aziendale, da applicarsi a seconda della realtà oggetto di valutazione nonché delle condizioni esogene in termini di contesto competitivo e di business. Nel proseguo della presente trattazione lo scrivente si accinge ad evidenziare i tratti peculiari di ciascuna categoria di metodi valutativi, per poi dare contezza del metodo individuato quale maggiormente conforme alle caratteristiche dell'oggetto di valutazione.

Si tratta di metodi basati sui flussi reddituali e sui flussi di cassa, dei metodi patrimoniali e di quelli misti, dei metodi basati su moltiplicatori empirici.

Metodi basati sui flussi reddituali: il metodo reddituale

I metodi reddituali, basati sul presupposto che un'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di generare reddito, individuano il valore dell'azienda sulla base dei flussi di reddito che la stessa sarà presumibilmente in grado di generare nel futuro.

La configurazione di reddito rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello: *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa da determinarsi sulla base di bilanci consuntivi, prospettici di proiezione dei dati storici o previsionali, *medio*, ossia che

l'impresa è in grado stabilmente di generare e, *normalizzato*, cioè depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili o estranee alla gestione ordinaria. Il *tasso di attualizzazione* utilizzato deve incorporare sia il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo che l'adeguata remunerazione del rischio sopportato. Tale metodologia, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulla redditività dell'impresa, ha acquisito sempre maggior credito negli ultimi decenni, parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, ma risulta difficilmente applicabile nelle situazioni di disequilibrio economico, in quanto necessita anche di una stima dei costi della ristrutturazione aziendale necessaria all'ottenimento di una marginalità positiva.

Metodi basati sui flussi di cassa: il metodo finanziario

In base a tale approccio, il valore del capitale economico dell'azienda è stimato pari al valore attuale dei flussi attesi anno per anno, per un certo lasso temporale entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica del flusso di cassa, maggiorato del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine dello stesso periodo, al netto dei debiti finanziari.

Nonostante la sua diffusione, soprattutto nel mondo anglosassone, tale metodo può risultare poco obiettivo per l'aleatorietà della stima delle previsioni dei flussi monetari, sia nella loro entità che nel loro momento di manifestazione. Al fine di ottenere dei risultati attendibili è inoltre necessaria la presenza di un sistema informativo aziendale idoneo a fornire delle valide previsioni finanziarie.

Metodo patrimoniale

Tale metodo, basato sulla valutazione analitica dei singoli elementi patrimoniali, è molto diffuso nella pratica per tutte le categorie di aziende, costituendo quantomeno una base rilevante di informazione ed un utile termine di paragone con i risultati ottenuti dall'applicazione degli altri criteri.

A seconda del trattamento riservato alle componenti immateriali non presenti in bilancio, si distingue a sua volta in metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso. Il primo si limita a considerare i soli elementi che figurano nello stato patrimoniale, mentre il secondo si caratterizza per la stima autonoma dei cosiddetti *intangibles*, ossia i beni immateriali non espressi

in bilancio consistenti in beni identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento o di cessione.

I metodi patrimoniali, fortemente criticati negli ultimi anni per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono e per la mancata considerazione di importanti leve di valore, quali i flussi attesi e la valutazione dei rischi, rimangono comunque importanti strumenti per condurre l'analisi dei fondamentali delle società oggetto di valutazione e solitamente risulta utilizzato per aziende ad elevata patrimonializzazione. A tal fine occorre fare riferimento a valori correnti di mercato, ovvero a valori di ricostruzione o di sostituzione, per giungere quindi ad un valore dell'azienda consistente, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti.

Metodi misti patrimoniali-redдитuali

Tali metodi fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali, ricercando un risultato conclusivo che tenga conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali così da tenere in considerazione la capacità dell'azienda di generare profitti in modo da remunerare il capitale investito.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa, è essenzialmente composto da due addendi:

- il capitale netto rettificato espresso a valori correnti;
- il *goodwill* o avviamento, inteso come reddito medio differenziale atteso attualizzato, dove il concetto di reddito differenziale corrisponde ai risultati medio-normali attesi, ridotti del costo del capitale.

Il metodo misto, nell'esperienza professionale italiana, è quello reputato tra i più razionali e conseguentemente risulta essere tra i più diffusi ed utilizzati nelle stime.

Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli è un sistema di valutazione empirica che trae origine dall'individuazione sul mercato dei capitali di società e transazioni comparabili rispetto all'impresa oggetto di valutazione. Individuati i *competitors* comparabili o un cluster omogeneo vengono applicati dei

moltiplicatori a grandezze economiche caratteristiche della società in esame (es. Fatturato, EBITDA, EBIT, ecc...).

E' un metodo utilizzato principalmente come parametro di verifica al fine di verificare se i metodi analitici adottati forniscono risultati che, ad ordine di grandezza, rispecchiano l'andamento ed i trend dei mercati finanziari.

2.2 - IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

La scelta del metodo di valutazione dev'essere effettuata tenendo presente il contesto di riferimento, nella fattispecie, la valutazione di una azienda anche in funzione di un eventuale tentativo di vendita competitiva ex art. 91 CCII in ambito procedurale, evitando da un lato di rappresentare un patrimonio che potrebbe rilevarsi sensibilmente inferiore, ma dall'altro considerando le eventuali potenzialità e virtuosità intrinseche alla medesima azienda, premesso quanto indicato nel paragrafo 1.2 "Oggetto, finalità e limitazioni dell'incarico" in relazione alla procedura di concordato preventivo in continuità indiretta.

A riguardo, escludendo il metodo finanziario non adatto alla tipologia di attività ed al settore di riferimento, così come il metodo reddituale puro, considerato eccessivamente semplicistico e poco prudente nel considerare un orizzonte temporale illimitato, lo scrivente ritiene che sia ragionevole procedere ad individuare il valore economico dell'azienda attraverso l'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale.

I metodi di valutazione cosiddetti misti sono stati sviluppati nella prassi professionale con l'obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse caratteristiche aziendali, apportando una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da considerare la capacità delle società di generare redditi in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

Tra i diversi metodi elaborati, il più diffuso e significativo è rappresentato dal metodo misto con stima autonoma dell'avviamento che può essere presentato nelle seguenti varianti:

- a) metodo misto con capitalizzazione limitata dell'avviamento medio;
- b) metodo misto con capitalizzazione illimitata o perpetua dell'avviamento.

Il sottoscritto ritiene congruo l'applicazione del metodo della capitalizzazione limitata del profitto

medio, che può essere espresso nella seguente formula:

$$W = K + a \overline{n}_{i'} (R - i'' K)$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del patrimonio netto rettificato in funzione dei valori correnti;

R = reddito medio normale atteso per il futuro;

a_{n^i} = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata limitata per "n" anni al tasso "i";

n = numero definito e limitato di anni relativo all'orizzonte temporale dell'analisi;

i' = tasso di "attualizzazione" del profitto o sovrareddito, quale puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo;

i'' = il tasso d'interesse "normale" per l'investimento considerato, quale tasso di rendimento normale del settore di riferimento.

In particolare, lo scrivente evidenzia che la seguente espressione:

$$a \overline{n}_{i'} (R - i'' K)$$

indica la capacità dell'azienda di generare un reddito maggiore (*goodwill*) rispetto al reddito normale che si ottiene investendo un capitale (K) uguale a quello impiegato nell'azienda, utilizzando un tasso di rendimento normale (i) relativo al settore in cui l'azienda opera. Di conseguenza la capacità dell'azienda di generare un *goodwill* è tanto maggiore quanto più alta è la capacità di sovrareddito ($R - i'' K$) rispetto al capitale impiegato nell'azienda.

Con questo metodo la valutazione di un'azienda si ottiene sommando al suo patrimonio netto espresso a valori correnti il valore attuale dell'avviamento atteso, conseguentemente l'avviamento può essere definito come la minore o la maggiore capacità dell'azienda di produrre reddito in relazione al proprio patrimonio impiegato.

** ** *

3 - LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

Come già illustrato, ai fini della valutazione dell'azienda [REDACTED] il sottoscritto ritiene ragionevole l'applicazione del metodo misto della capitalizzazione limitata del profitto medio nella formulazione sopra riportata e si accinge di seguito a quantificarne le variabili, così da determinare il valore economico del compendio oggetto di stima.

3.1 - CONSISTENZE PATRIMONIALI AFFERENTI ALL'AZIENDA E VALORE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K)

Nel caso concreto, il valore del capitale netto rettificato (**K**) corrisponde al valore corrente dei beni rientranti nell'azienda oggetto di stima, come in precedenza evidenziati, ovvero alla relazione di stima inerente i beni mobili (macchinari, scaffalature di varie dimensioni, tavoli da lavoro e contenitori, mobili e macchine uso ufficio e impianti specifici), facenti parte del compendio aziendale della società [REDACTED] redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini in data 12/06/2024, stimati per complessivi € 115.115,00 al netto di IVA.

In relazione a quanto sopra indicato, il patrimonio dell'azienda oggetto di valutazione ammonta complessivamente ad € 115.115,00.

3.2 - VALORE NORMALE DEI REDDITI ATTESI (R) E DURATA DELL'AVVIAMENTO (n)

Nella definizione del valore dell'azienda, quindi nella quantificazione dell'avviamento, rileva in misura importante il reddito medio normalizzato prospettico (**R**).

Il reddito medio normalizzato prospettico viene individuato in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda considerato e che abbia un'alta probabilità di riprodursi sull'intero orizzonte temporale economico della stima, cosicché lo stesso sia dotato di stabilità. Il reddito deve essere quello coerente con la gestione caratteristica, quindi il reddito normale si deve intendere un risultato normalizzato depurato dai seguenti fattori:

- componenti reddituali imputate a bilancio ai soli fini fiscali;
- componenti straordinarie e transitorie, ovvero, componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Per la determinazione del reddito medio normalizzato sono stati adottati i seguenti criteri:

- sono state esaminate le situazioni contabili relative agli esercizi dal 2017 al 2023 per procedere alla stima del reddito futuro in ottica procedurale di concordato in continuità;
- sono stati esclusi i ricavi e i costi direttamente imputabili ad altri *assets* ed attività al di fuori del perimetro dell'azienda oggetto di stima, così come i costi e ricavi non inerenti e non rientranti nell'azienda o comunque di evidente natura "straordinaria" ancorché imputati in conto esercizio;
- i risultati d'esercizio relativi al periodo in esame sono stati depurati dalle componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica, nello specifico, da componenti straordinarie e transitorie connesse a sopravvenienze e svalutazioni eccezionali;
- i valori di riferimento sono stati inseriti in funzione della media dei valori delle situazioni contabili dal 31/12/2017 al 31/12/2023, azzerando le voci relative a costi che la Società ha smesso di sostenere (es. canoni leasing autovetture, noleggio beni strumentali).

Tanto premesso, si rappresenta di seguito la ricostruzione del reddito medio normalizzato:

NORMALIZZAZIONE REDDITO		
Valore della produzione operativa	€ 2.634.726,13	100,00%
- costi esterni operativi	€ 1.481.115,28	63,56%
VALORE AGGIUNTO	€ 1.153.610,84	49,50%
- costi del personale	€ 1.072.041,13	46,00%
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 81.569,72	3,50%
- ammortamenti e svalutazioni	€ 15.000,00	0,64%
RISULTATO OPERATIVO	€ 66.569,72	2,86%
Risultato area accessoria	-€ 9.510,14	-0,41%
Risultato area finanziaria	€ 0,00	0,00%
Risultati area straordinaria	€ 0,00	0,00%
Risultato prima delle imposte	€ 57.059,57	2,45%

Alla luce delle variazioni sopra richiamate, il reddito medio normale atteso risulta di € 57.059,57.

Nella determinazione della durata dell'avviamento devono essere tenuti presenti i seguenti aspetti:

- le condizioni generali del settore;
- la durata residua degli strumenti di produzione;
- eventuali limiti di carattere giuridico-negoziale.

L'orizzonte temporale (*n*) indica per quale periodo è presumibile che l'azienda sia in grado di produrre quei redditi.

Si assume un periodo di durata del reddito differenziale pari a 5 anni, in quanto si considera maggiormente condivisibile l'idea di conseguimento di un avviamento che nel tempo tenderà ad annullarsi, convergendo la redditività prospettica con quella equa.

3.3 - TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEL SOVRAREDDITO (*i'*)

Il tasso di attualizzazione del profitto (sovrareddito) viene determinato, nella prassi, con differenti impostazioni ed è rivisto come il saggio di interesse da utilizzarsi per ricondurre alla data della valutazione dell'azienda i redditi che si realizzeranno in futuro. In una logica di semplificazione e

prudenziale si ritiene opportuno avvalersi dell'impostazione maggiormente utilizzata, ovvero, il tasso i' va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, quindi non dovrà tenere conto del cosiddetto rischio d'impresa ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio.

Pertanto, si prende come riferimento il tasso di interesse privo di rischio, comunemente viene utilizzato quello dei Bot o Btp, con una propensione dei secondi in relazione al tipico profilo di lungo termine degli investimenti.

Nel caso in esame, assumendo il fattore tempo di n. 5 anni, il tasso di remunerazione può essere definito pari al 3% nella considerazione che il rendimento netto attuale dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) a 5 anni, investimenti privi di rischio, si attesta intorno a tale valore.

3.4 - DETERMINAZIONE DEL TASSO DI RENDIMENTO "NORMALE" DEL CAPITALE INVESTITO (i'')

E' certamente un elemento soggettivo di valutazione che può influire in maniera sensibile sul risultato finale anche per i diversi elementi di cui lo stesso è sintesi.

Tra questi ha la funzione di attualizzare flussi economici presunti futuri (a risultati incerti corrisponde un tasso più elevato - diminuzione dell'incidenza di flussi lontani nel tempo e pertanto non certi), è espressione del rischio d'impresa (maggiore sarà ritenuto il rischio più elevato sarà il tasso scelto), sintetizzerà l'andamento di settore dell'azienda considerata applicando indici di redditività settoriale. Il metodo standard, adottato dalla maggioranza degli equity analysts, è il così detto CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Questo modello ha il vantaggio di considerare l'individuazione del tasso indipendentemente dalla categoria di investitori nella cui prospettiva viene realizzata la valutazione. La rischiosità aziendale e la sua redditività dipendono da condizioni endogene ed esogene che coinvolgono altresì considerazioni di mercato, di settore, di appartenenza ad aree geografiche ecc. La stessa declinazione dell'acronimo CAPM pone l'attenzione sul fatto che il capitale, così come gli altri fattori della produzione, abbia un proprio costo. Conseguentemente, l'individuazione del tasso dovrà necessariamente tenere conto della

differenti quantità di capitale investito nonché del diverso grado di rischio insito nell'investimento stesso.

Si tratta di individuare un costo-opportunità, derivante quindi dall'opportunità di investire diversamente.

Con il CAPM il costo del capitale proprio viene determinato quale somma tra il rendimento di titoli privi di rischio ed un premio per il rischio a sua volta dipendente dalla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione, misurata da un coefficiente "beta".

Il modello CAPM prevede la determinazione dei seguenti parametri:

- il *risk free rate* (R_f);
- il *market risk premium* (R_m);
- l'*equity risk premium* ($R_m - R_f$);
- il *beta business* (β).

Il *risk free rate* (R_f) coincide con il rendimento dei titoli di stato a medio termine (es. BTP quinquennali espressi al lordo delle imposte). Considerato l'attuale periodo storico è possibile utilizzare un tasso del 3%, lo scrivente è propenso a considerare pari al 3% il tasso lordo international free risk (R_f) corrispondente al rendimento netto generato da investimenti in titoli pubblici a medio termine (BTP) con durata residua pari a 5.

L'*equity risk premium* ($R_m - R_f$), ovvero, il premio per il rischio di mercato, viene determinato con vari approcci ed è inteso come il maggior rendimento atteso dal mercato azionario rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio. Nella prassi consolidata ed alla luce del rischio paese, lo scrivente ritiene ragionevole assumere come premio per il rischio un valore determinato attorno al 3%.

Il *beta* è un indice della misura in cui i rendimenti del titolo si muovono in sintonia con quelli di mercato e misura la rischiosità specifica della singola azienda; in altri termini, è la quantità di rischio che l'investitore sopporta, investendo in una determinata azienda anziché nel mercato azionario nel suo complesso. Il *beta* è espressione solamente del rischio sistematico, quindi non diversificabile, dell'investimento in azienda, ovvero, indica il modo in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti di mercato.

Le aziende con elevato *beta* sono molto rischiose, esse sono tipicamente delle start-up con alto

rischio finanziario e con profitti e flussi di cassa estremamente volatili; d'altra parte, le aziende con beta basso vengono considerate moderatamente rischiose. Tale indice per aziende non quotate come quella della maggior parte del mercato italiano è un indice molto complicato da calcolare (se β è pari a 1 vuol dire che l'azienda ha un profilo di rischio allineato alla media del mercato). In merito, non disponendo di elementi concreti e certi riguardo al rischio intrinseco all'azienda, lo scrivente ritiene ragionevole e prudentiale utilizzare un β pari a 1, corrispondente alla rischiosità media del mercato, tenuto conto che oggetto di valutazione è il valore dell'azienda specifico depurato da eventuali debiti societari.

Pertanto il tasso di rendimento atteso, stimato mediante il CAPM, è espresso dalla seguente formula:

$$i'' = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 3,00\% + 1,00 * (6,00\% - 3,00\%) = 6,00\%$$

3.5 - DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

La valutazione dell'azienda oggetto di stima mediante l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con capitalizzazione limitata del profitto medio, partendo dai valori già determinati, si ottiene dalle seguenti espressioni:

$$\text{Sottoreddito} = (R - i'' * K)$$

$$(\text{€ } 57.059,57 - 6,00\% * 115.115,00) = \text{€ } 57.059,57 - 6.906,90 = \text{€ } 50.152,67.$$

Al fine di determinare l'avviamento occorre capitalizzare il sottoreddito sopra determinato utilizzando il tasso di attualizzazione pari al 3% come sopra definito quale rendimento netto attuale dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) a 5 anni, considerando appunto un arco temporale pari a 5 anni.

$$\text{Avviamento} = [\text{€ } 50.152,67 / (1,03)^1 + \text{€ } 50.152,67 / (1,03)^2 + \text{€ } 50.152,67 / (1,03)^3 + \text{€ } 50.152,67 / (1,03)^4 + \text{€ } 50.152,67 / (1,03)^5] = \text{€ } 229.684,56$$

** ** * ** *

Dott. Simone Nanni

Ne consegue che il valore economico dell'azienda è così espresso:

V.E. = € 115.115,00 + € 229.684,56 = € 344.799,56, arrotondato a **€ 345.000,00**.

Ciò premesso, sulla base delle precedenti considerazioni che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, gli obiettivi, limiti riscontrati, il metodo impiegato e le altre circostanze che su di essa hanno inciso il sottoscritto Dott. Simone Nanni.

DETERMINA

in € 345.000,00 il valore attribuibile all'azienda esaminata e

RITIENE CONGRUO

l'importo offerto dalla società [redacted] € 522.000,00 per l'acquisto dell'azienda indicata nella Proposta irrevocabile di acquisto di azienda del 15/04/2024

Ferrara, lì 20/06/2025.

Dott. Simone Nanni

Allegati:

1. Autorizzazione del Tribunale di Forlì del 10/06/2025 alla nomina del sottoscritto;
2. visura camerale ordinaria della società [redacted];
3. bilanci depositati presso il Registro Imprese di [redacted] al 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023;
4. bilanci di verifica (contabili) di [redacted] al 31/12/2017, 31/12/2018, 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023;
5. contratto di affitto di azienda tra [redacted] del 15/04/2024;
6. relazione di stima inerente i beni mobili (macchinari, scaffalature di varie dimensioni, tavoli da lavoro e contenitori, mobili e macchine uso ufficio e impianti specifici), redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini in data 12/06/2024, oltre all'analisi delle rimanenze di magazzino;
7. proposta irrevocabile di affitto ed acquisto di azienda di [redacted] del 15/04/2024;
8. contratto estimatorio del 16/04/2024 tra [redacted]