

TRIBUNALE ORDINARIO DI BRESCIA

ASTE
GIUDIZIARIE®

Sezione IV° Civile

ASTE
GIUDIZIARIE®

Procedimento Unitario n. 150 - 1/2024

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA



Giudice Delegato: Dott. Angelina Augusta Baldissera

Stimatore: Dott. Andrea Astori

Sommario

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	2
1.1 Conferimento dell'incarico	2
1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione	2
1.3 Dichiarazione d'indipendenza	3
1.4 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato	3
1.5 I documenti acquisiti ed analizzati	5
1.6 Data di riferimento	5
2. [REDACTED]	6
2.1 Descrizione dell'azienda	6
2.2 La compagine sociale	7
2.3 Il mercato e le modalità produttive	7
2.4 Le evidenze contabili	9
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN CRISI	15
3.1 Lo scenario previsto	16
3.2 L'azienda oggetto di valutazione	17
4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE E I P.I.V.	18
4.1 Il metodo finanziario	19
4.2 Il metodo reddituale	20
4.3 Il metodo patrimoniale	21
4.4 Il metodo dei multipli	22
4.5 I metodi misti	22
4.6 Adottabilità dei P.I.V.	24
5. LE IPOTESI VALUTATIVE	24
5.1 Il criterio valutativo prescelto	25
6. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO	27
6.1 La valutazione del patrimonio aziendale	27
6.2 Gli elementi immateriali	28
6.3 La determinazione del valore di INSAB Srl al 31.12.2023	36
7. CONCLUSIONI	36

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

1.1 Conferimento dell'incarico

In data 28 febbraio 2024 la società [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED], in persona
dell'amministratore unico e legale rappresentante, [REDACTED], conferiva allo
scrivente dott. Andrea Astori, dottore commercialista indifferente, nato a Brescia il 16
maggio 1978, cod. fisc. STRNDR78E16B157T, iscritto all'Albo dei Dottori
Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia, al n. 1914, ed iscritto al registro dei
Revisori Legali con D.M. del 12/02/2009 al numero 153809 G.U. n. 19 del 10/03/2009,
domiciliato presso il proprio Studio in Brescia, Via Flero, 28, l'incarico professionale di
seguito descritto.

1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione

[REDACTED] con ricorso depositato ai sensi degli artt. 40 44 CCII, in data 25/03/2024, ha
proposto domanda di accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza,
riservandosi di presentare la proposta, il piano e gli accordi entro un assegnando termine.

Il Tribunale di Brescia, con proprio decreto del 27/03/2024, ha concesso termine per il
deposito della proposta di concordato preventivo con il piano, l'attestazione di veridicità
dei dati e di fattibilità e la documentazione di cui all'art. 39 primo e secondo comma CCII
sino al 24/05/2024.

La Società intende valorizzare le componenti dell'attivo mediante la prosecuzione
dell'attività d'impresa attraverso la concessione in affitto dell'azienda con l'obiettivo della
successiva cessione.

Secondo gli intenti della Società e degli *advisor* che la assistono nella procedura sopra
delineata, gli *assets* materiali ed immateriali che compongono l'azienda possono essere, a
determinate condizioni, oggetto di realizzo in misura maggiormente soddisfacente per il
ceto creditorio rispetto all'alternativa di liquidazione forzata dell'intero complesso
aziendale ovvero atomistica delle singole componenti.

Si evidenzia infatti che l'azienda di proprietà della ricorrente risulta condotta, per tramite
di contratto d'affitto sottoscritto in data 06/12/2023, dalla società [REDACTED]

Oggetto dell'incarico conferito allo scrivente rappresenta la valutazione del capitale economico dell'azienda di proprietà della società [REDACTED] nell'ambito della procedura di concordato preventivo in continuità aziendale che presumibilmente sarà aperta conseguentemente al deposito della documentazione prevista dal CCII.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*") ed è redatta secondo i Principi Italiani di Valutazione (di seguito P.I.V.) formulati dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Lo scrivente si atterrà nello sviluppo dell'attività valutativa:

- alla rete concettuale di base di P.I.V.;
- la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei P.I.V.;
- alle Linee Guida per la valutazione d'azienda in crisi redatte dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Da ultimo pare necessario precisare che la presente *opinion* consiste in un giudizio sul valore dell'azienda nella particolare condizione in cui si addivenisse ad una vendita forzata della medesima, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

1.3 Dichiarazione d'indipendenza

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società [REDACTED] e dai suoi amministratori, e di non aver alcun interesse diretto e/o indiretto, in operazioni riguardanti la società.

In adempimento dell'incarico ricevuto lo scrivente ha esperito le necessarie verifiche e dopo aver assunto le opportune informazioni effettuando, ove possibile, i più appropriati riscontri contabili e amministrativi, espone di seguito i risultati a cui è pervenuto.

1.4 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato

Lo scrivente si è recato presso la sede legale della società [REDACTED]

Ivi lo scrivente ha ricevuto la collaborazione dei consulenti della società nonché dell'amministratore unico per tramite dei quali sono state raccolte le informazioni rilevanti per la conoscenza del *business* aziendale nonché per procedere alla raccolta dei documenti contabili e sociali elencati al punto 1.5.

La documentazione analizzata è stata raccolta nell'ambito delle più articolate verifiche funzionali alla redazione del piano concordatario che la società intende depositare presso il Tribunale di Brescia.

Le situazioni economiche e patrimoniali nonché le informazioni contabili ed extracontabili prese in esame dallo scrivente sono state fornite dalla Società.

Nella presente valutazione il sottoscritto si è avvalso delle risultanze derivanti dalla perizia di stima redatta dall'ing. Maria Grazia Cerchia avente ad oggetto la valorizzazione dei cespiti con particolare riferimento al più probabile valore assunto dalle stesse in ottica di prosecuzione dell'attività d'impresa.

L'incarico conferito non ha avuto ad oggetto, in quanto non richiesto, la verifica della regolare tenuta della contabilità. Pertanto, le procedure di verifiche adottate ai fini della corretta esecuzione dell'incarico assegnato non costituiscono una revisione legale ai sensi del d.lgs. 39/2010. Inoltre, non è stato oggetto di verifica la corretta applicazione della normativa di cui agli artt. 2423 e ss c.c. e dei principi contabili nazionali.

Altresì non si è proceduto a verificare l'esistenza di passività potenziali che possano comportare riflessi non contabilmente rilevati.

Inoltre, prima di procedere con la descrizione delle analisi e dei risultati a cui si è pervenuto appare significativo indicare alcune limitazioni allo svolgimento dell'incarico, ulteriori rispetto a quanto sopra puntualizzato.

In particolare:

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda considerato che si basa su elementi previsionali;
- il documento è unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre a valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;

- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;
- allocazione del valore alle singole componenti.

1.5 I documenti acquisiti ed analizzati

I lavori peritali hanno avuto inizio con l'esame della documentazione reperita presso la sede legale della società ed acquisiti dallo scrivente anche in formato digitale.

In particolare, al fine di svolgere l'incarico assegnato, lo scrivente ha analizzato la seguente documentazione:

- Atto costitutivo e Statuto;
- Atto di affitto d'azienda del 06/12/2023;
- Bilancio al 31/12/2018;
- Bilancio al 31/12/2019;
- Bilancio al 31/12/2020;
- Bilancio al 31/12/2021;
- Bilancio al 31/12/2022;
- Situazione contabile al 31/12/2023;
- Perizia di stima dei cespiti dell'ing. Maria Grazia Cerchia;
- Elenco dei clienti e composizione del fatturato per i periodi 2019/2020/2021/2022;
- Elenco dipendenti.

La Società ha messo a disposizione dello scrivente i libri contabili di supporto per la propria valutazione.

Gli accertamenti compiuti, l'insieme dei dati raccolti e rielaborati, hanno costituito operazioni strumentali allo svolgimento dell'incarico affidato, volto a determinare il valore economico della quota di partecipazione.

1.6 Data di riferimento

La valutazione s'intende riferita alla data del 31/12/2023.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei precedenti paragrafi ai quali si rimanda per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2.1 Descrizione dell'azienda

La società viene costituita il 18 gennaio 2002 con oggetto sociale la fabbricazione di articoli in plastica.

In data 02/05/2002 la società beneficia del conferimento delle aziende già di proprietà delle società [REDACTED]

Per effetto dell'aggregazione sopra citata la società riesce ad acquisire la solidità necessaria per affrontare le dinamiche del mercato.

Nel corso del 2007 la compagine sociale subisce una prima disgregazione che porta alla cessazione delle unità locali di Rovato e Passirano (ove si svolgeva lo stampaggio dei materiali pressati), alla necessità di riqualificazione.

Gli avvenimenti sopra citati svolgono effetti negativi anche in termini di disponibilità di risorse finanziarie.

L'azienda conserva in ogni caso la capacità di restare sul mercato e ciò, in particolare, considerando la buona penetrazione nel mercato della grande distribuzione favorita dai contatti commerciali nel frattempo consolidati.

La crisi dell'azienda inizia a manifestarsi in concomitanza con la cessazione di alcuni rapporti commerciali che favorivano il consolidamento delle vendite in favore delle società multinazionali operative sul mercato della grande distribuzione di materiali per arredo bagno.

I bilanci aziendali oggetto di specifica analisi nei paragrafi seguenti evidenziano segnali di disequilibrio economico quantomeno a partire dal 2018.

Più in generale, i fattori che maggiormente hanno inciso in maniera negativa sull'andamento aziendale sono stati:

- la disgregazione dell'originaria compagine societaria;
- la perdita di parte del mercato legato alla grande distribuzione;
- la scarsa marginalità sui prodotti in relazione ai costi legati alla forza produttiva con particolare riguardo all'incidenza del costo del lavoro.

La diminuzione dei volumi di vendita combinata alla scarsa marginalità del prodotto e all'incidenza dei costi fissi ha costantemente eroso il patrimonio sociale con necessità di costante immissione di risorse liquide da parte dei soci.

Posto lo stato di crisi aziendale la società ha depositato la domanda di accesso ad uno degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza riservandosi di presentare entro un assegnando termine la proposta, il piano e gli accordi.

2.2 La compagine sociale

Il capitale sociale della società è sottoscritto in euro 1.690.000. La compagine sociale di [REDACTED] è attualmente formata dai seguenti soci:

- [REDACTED] titolare di una quota di partecipazione di valore nominale complessivo di €1.490.000,00 pari al 88,16% del capitale sociale;
- [REDACTED] titolare di una quota di partecipazione di valore nominale complessivo di €100.000,00 pari al 5,92% del capitale sociale;
- [REDACTED] titolare di una quota di partecipazione di valore nominale complessivo di €50.000,00 pari al 2,96% del capitale sociale;
- [REDACTED] titolare di una quota di partecipazione di valore nominale complessivo di €50.000,00 pari al 2,96% del capitale sociale.

[REDACTED] è attualmente amministrata dall'Amministratore Unico [REDACTED]. Con provvedimento in data 27 marzo 2024 conseguente al deposito da parte della società del ricorso ex artt. 40 e 44 c.c.i.i., il Tribunale di Brescia ha concesso termine per il deposito del piano sino al 24/05/2024 (termine poi prorogato di ulteriori sessanta giorni) ritenendo opportuno disporre la nomina di un commissario giudiziale, individuato nella persona del dott. Gabriele Gigola.

2.3 Il mercato e le modalità produttive

[REDACTED] opera nel settore della fabbricazione di articoli in plastica con particolare riferimento all'arredo bagno.

La nicchia di mercato nella quale opera la società è caratterizzata da scarsa innovazione tecnologica, margini ridotti, scarsa rotazione del prodotto.

La tendenza attuale evolve verso la concentrazione delle imprese produttive in considerazione della necessità di aumento dei volumi di produzioni e sfruttamento delle economie di scala.

Ciò appare evidente in particolare per le realtà che operano nel settore italiano laddove l'incidenza del costo del lavoro rispetto ai paesi dell'area orientale (Europa dell'Est e Cina) rappresenta un disincentivo alla produzione.

Il Centro Studi Federlegno Arredo evidenzia in una propria ricerca di mercato l'evoluzione del settore con riferimento ad un panel di imprese italiane:



Il comparto dei sedili wc rappresenta il 2,4% sul totale del sistema.

La crescita del settore sedili WC è trainata in particolar modo dall'estero (+58,2%), che appare molto dinamico determinando così un aumento della quota export (era 30% nel 2020). In totale il comparto registra un +27% rispetto all'anno precedente.



Il rapporto commissionato alla società [REDACTED] prevede che il mercato globale dei sedili per bidet crescerà da 3.89 miliardi di dollari nel 2023 a 6.12 miliardi di dollari entro il 2030, con un CAGR del 6.70% durante il periodo esaminato.

In particolare, si evidenzia la costante crescita di domanda nei paesi dell'Area Asiatica storicamente interessanti dalla ricerca di innovazione nelle soluzioni igieniche.

Entrando, quindi, nello specifico del *core business* della società, rileviamo che la principale clientela di [REDACTED], in termini di fatturato, è collocata nel distretto della ceramica di **Civita Castellana** in provincia di Viterbo; ancora nel settore della ceramica la società ha rapporti commerciali duraturi con [REDACTED], storica azienda di origine tedesca leader del settore e con la società svizzera [REDACTED] pure attiva nel medesimo settore.

La società ha inoltre sviluppato rapporti con commerciali con la società [REDACTED] che fornisce le navi da crociera di impianti per acque reflue e con la società [REDACTED], leader nella fornitura di toilette a cassetta installate su roulotte e camper.

La continuità nei rapporti con i clienti sopra citati rappresenta un volano di sicuro interesse per l'attuale affittuario dell'azienda di proprietà di [REDACTED] posto che si tratta di realtà solidamente radicate nel proprio settore.

Per quanto concerne nello specifico le modalità produttive, si evidenzia che la società opera con macchinari discretamente vetusti principalmente composti da presse idrauliche tradizionali meno performanti rispetto alle presse oleodinamiche e che necessitano di manutenzioni più onerose.

Sono inoltre presenti isole robotizzate per lo sbavaggio, macchinari per testing, officina meccanica e attrezzature per l'imballaggio.

La società dispone di un numero rilevante di stampi, perlopiù assai datati e relativi a prodotti fuori produzione.

Il materiale che solitamente viene utilizzato per la produzione dei sedili è la urea formaldeide; questo materiale viene definito termoindurente poiché resistente al calore e alla deformazione nel corso del processo produttivo.

2.4 Le evidenze contabili

Per quanto concerne la tenuta della contabilità e l'assolvimento degli adempimenti e degli obblighi dettati dalla normativa fiscale e civilistica la società è assistita da un consulente esterno. E' attualmente in essere un sistema di scritture contabili con rilevazioni nei registri iva, nel libro giornale e riporto dei vari mastrini in apposite schede nel rispetto della

normativa civilistica e fiscale, al fine di evidenziare cronologicamente tutte le operazioni di gestione.

La società ha fornito i bilanci degli esercizi sociali 2019, 2020, 2021, 2022 ed il bilancio di verifica relativo all'esercizio 2023. Per la disamina di tale documentazione sono stati presi in considerazione i registri riguardanti la contabilità, nonché tabulati ed altra documentazione necessari alla valutazione.

L'analisi in particolare ha avuto quale orizzonte l'ultimo triennio 2020-2022.

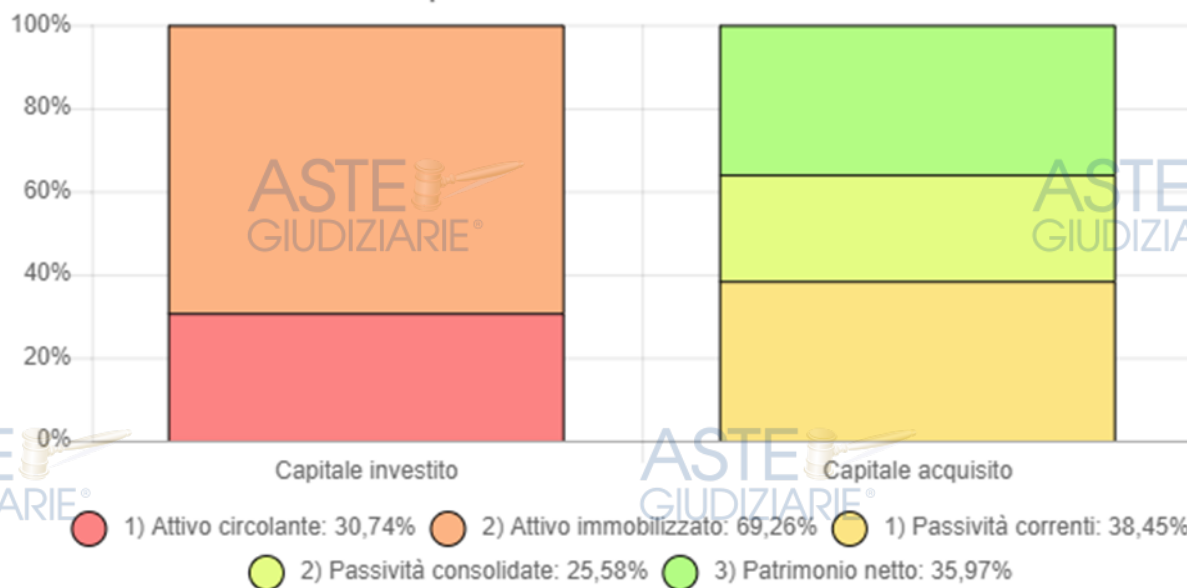
Si propone di seguito una sintesi del lavoro di analisi svolto considerando, in particolare, la riclassificazione dello stato patrimoniale, secondo il criterio di liquidità dell'attivo ed esigibilità del passivo e il conto economico, secondo il criterio del valore aggiunto nonché la rilevazione di alcuni indici di bilancio confrontati con le medie del settore e del *best performer*.

A tale proposito, è stato preso quale riferimento un *panel* composto da 212 imprese operanti sul territorio nazionale, appartenenti allo specifico settore di attività e alla specifica classe di fatturato.

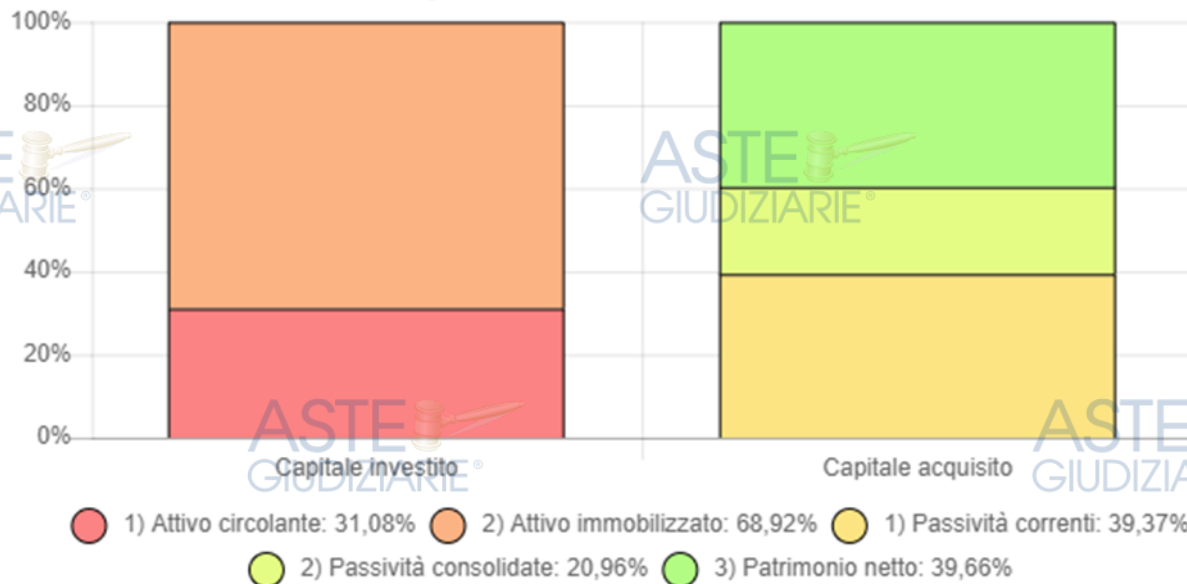
STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO

	01/01/2022 31/12/2022	Var. %	01/01/2021 31/12/2021	Var. %	01/01/2020 31/12/2020
Capitale investito					
1) Attivo circolante					
1.1) Liquidità immediate	157	-99,93% ↓	210.040	2.242,37% ↑	8.967
1.2) Liquidità differite	1.565.000	30,22% ↑	1.201.826	0,16% ↑	1.199.921
1.3) Rimanenze	750.279	-26,98% ↓	1.027.540	4,58% ↑	982.539
Totale attivo circolante	2.315.436	-5,08% ↓	2.439.406	11,32% ↑	2.191.427
2) Attivo immobilizzato					
2.1) Immobilizzazioni immateriali	1.787	-83,24% ↓	10.665	-51,54% ↓	22.008
2.2) Immobilizzazioni materiali	5.214.002	-2,10% ↓	5.326.091	-0,16% ↓	5.334.579
2.3) Immobilizzazioni finanziarie	2.300	-96,81% ↓	72.100	0,00%	72.100
Totale attivo immobilizzato	5.218.089	-3,53% ↓	5.408.856	-0,37% ↓	5.428.687
Totale capitale investito	7.533.525	-4,01% ↓	7.848.262	2,99% ↑	7.620.114
Capitale acquisito					
1) Passività correnti	2.896.573	-6,26% ↓	3.089.909	-10,72% ↓	3.461.052
2) Passività consolidate	1.927.044	17,12% ↑	1.645.342	49,86% ↑	1.097.927
3) Patrimonio netto	2.709.908	-12,95% ↓	3.113.011	1,69% ↑	3.061.135
Totale capitale acquisito	7.533.525	-4,01% ↓	7.848.262	2,99% ↑	7.620.114

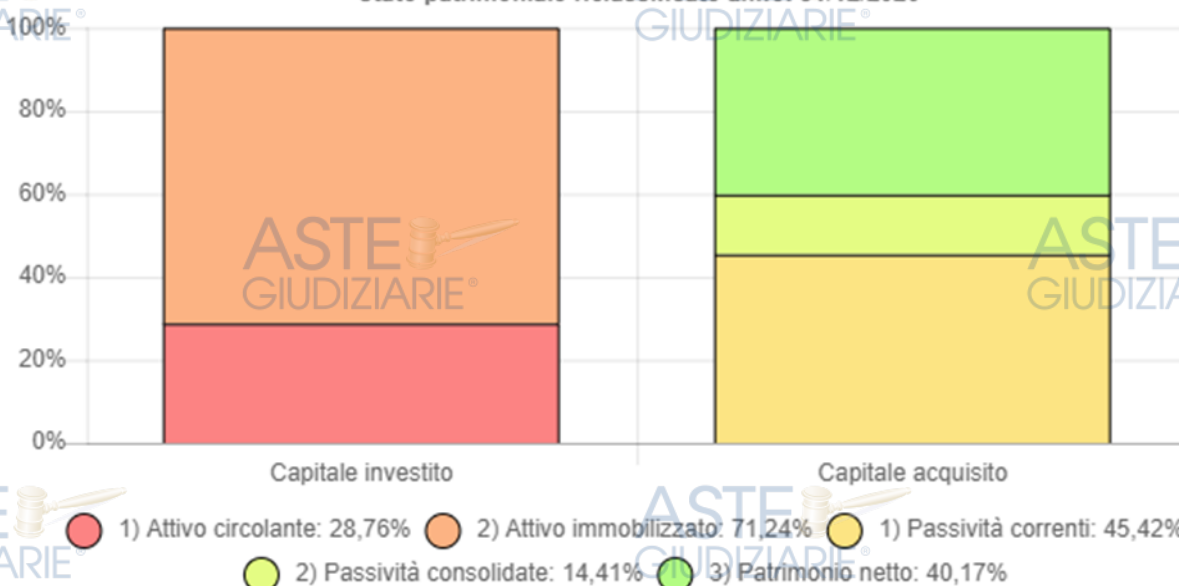
Stato patrimoniale riclassificato anno: 31/12/2022



Stato patrimoniale riclassificato anno: 31/12/2021



Stato patrimoniale riclassificato anno: 31/12/2020



CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

	01/01/2022 31/12/2022 (% Val. Prod.)	01/01/2021 31/12/2021 (% Val. Prod.)	01/01/2020 31/12/2020 (% Val. Prod.)
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.052.943 (104,91%)	2.824.362 (99,77%)	2.413.904 (101,23%)
+ Variazione rimanenze prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti e dei lavori in corso su ordinazione	-142.769 (4,91%)	6.391 (0,23%)	-29.406 (1,23%)
+ Incrementi immobilizzazioni per lavori interni	0	0	0 (0,00%)
Valore della produzione	2.910.174 (100,00%)	2.830.753 (100,00%)	2.384.498 (100,00%)
- Acquisti materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	1.702.812 (58,51%)	1.623.461 (57,35%)	1.241.123 (52,05%)
+ Variazione rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	134.493 (4,62%)	-38.610 (1,36%)	222.777 (9,34%)
- Costi per servizi e per godimento beni di terzi	1.274.273 (43,79%)	944.825 (33,38%)	806.420 (33,82%)
Valore aggiunto	-201.404 (6,92%)	301.077 (10,64%)	114.178 (4,79%)
- Costo per il personale	831.121 (28,56%)	636.011 (22,47%)	508.486 (21,32%)
Margine operativo lordo (MOL)	-1.032.525 (35,48%)	-334.934 (11,83%)	-394.308 (16,54%)
- Ammortamenti e svalutazioni	127.279 (4,37%)	142.205 (5,02%)	137.171 (5,75%)
- Accantonamenti per rischi e altri accantonamenti	0	0	0
Reddito operativo	-1.159.804 (39,85%)	-477.139 (16,86%)	-531.479 (22,29%)
+ Altri ricavi e proventi	98.628 (3,39%)	235.513 (8,32%)	331.502 (13,90%)
- Oneri diversi di gestione	30.070 (1,03%)	22.450 (0,79%)	31.028 (1,30%)
+ Proventi finanziari	0 (0,00%)	26 (0,00%)	0 (0,00%)
+ Saldo tra oneri finanziari e utile/perdita su cambi	-57.410 (1,97%)	-84.072 (2,97%)	-71.844 (3,01%)
Reddito corrente	-1.148.656 (39,47%)	-348.122 (12,30%)	-302.849 (12,70%)
+ Proventi straordinari e rivalutazioni	630.000 (21,65%)	0	0
- Oneri straordinari e svalutazioni	0	0	0
Reddito ante imposte	-518.656 (17,82%)	-348.122 (12,30%)	-302.849 (12,70%)
- Imposte sul reddito	-115.552 (3,97%)	0	0 (0,00%)
Reddito netto	-403.104 (13,85%)	-348.122 (12,30%)	-302.849 (12,70%)

INDICI DI BILANCIO

Numero di imprese, appartenenti allo specifico settore di attività e alla specifica classe di fatturato, considerate da Cerved nel calcolo delle medie di settore e dei best performer: 212
Territorio preso in esame: nazionale

Indici di redditività

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
ROE (Return On Equity)	-14,88 %	-11,18 %	-9,89 %	25,72 %	24,65 %
ROI (Return On Investment)	-15,40 %	-6,08 %	-6,97 %	5,80 %	10,67 %
ROS (Return On Sale)	-15,11 %	-9,35 %	-9,57 %	7,69 %	11,67 %
ROA (Return On Assets)	-6,12 %	-3,36 %	-3,03 %	6,08 %	10,93 %
MOL (Margine Operativo Lordo) su fatturato	-33,82 %	-11,86 %	-16,33 %	11,92 %	17,94 %

Indici di rotazione

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Rotazione Capitale Investito	40,52 %	35,99 %	31,68 %	79,16 %	129,05 %
Rotazione Circolante	132,93 %	113,65 %	108,08 %	123,31 %	184,20 %
Rotazione Magazzino	406,91 %	274,87 %	245,68 %	704,37 %	1.664,32 %

Indici patrimoniali e finanziari

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Indice di Struttura Primario (detto anche Indice di Copertura delle Immobilizzazioni)	51,93 %	58,27 %	57,08 %	135,83 %	223,34 %
Rapporto di Indebitamento	64,03 %	60,34 %	59,83 %	51,38 %	45,15 %
Mezzi propri / Capitale investito	35,97 %	39,66 %	40,17 %	48,62 %	54,85 %
Oneri Finanziari su Fatturato	1,92 %	2,97 %	2,95 %	0,71 %	0,13 %
Oneri Finanziari su MOL	N.D.	N.D.	N.D.	5,93 %	0,81 %

Indici di produttività

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Fatturato per Dipendente	179.585 €	148.651 €	120.695 €	201.211 €	301.590 €
Valore Aggiunto Operativo per Dipendente	31.013 €	28.242 €	22.284 €	66.734 €	89.121 €
Costo del Lavoro per Dipendente	48.889 €	33.474 €	25.424 €	40.626 €	45.427 €
Costo del Lavoro su Ricavi	27,22 %	22,52 %	21,06 %	20,19 %	13,07 %
Valore Aggiunto Operativo su Fatturato	17,27 %	19,00 %	18,46 %	33,17 %	40,35 %

Indici di liquidità

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Rapporto Corrente	79,94 %	78,95 %	63,32 %	192,21 %	228,20 %
Indice di Liquidità Secondario (detto anche Indice di Tesoreria)	54,03 %	45,69 %	34,93 %	158,56 %	203,07 %
Giorni di scorta o Durata delle scorte	88 gg	131 gg	147 gg	51 gg	20 gg
Tasso d'intensità dell'Attivo Corrente	75,84 %	86,37 %	90,78 %	81,10 %	54,29 %

Indici di incidenza dei costi

Indici di incidenza dei costi

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Consumi di materie su Costi	44,81 %	47,59 %	49,67 %	47,04 %	55,49 %
Costi esterni su Costi	75,89 %	75,96 %	77,04 %	73,17 %	81,08 %
Costo del Lavoro su Costi	20,27 %	19,10 %	17,25 %	21,20 %	13,76 %
Ammortamenti e Svalutazioni su Costi	3,10 %	4,27 %	4,65 %	4,82 %	2,32 %

Indici di sviluppo

	01/01/2022 31/12/2022	01/01/2021 31/12/2021	01/01/2020 31/12/2020	Media Settore	Best Performer
Variazione dei Ricavi	8,09 %	17,00 %	N.D.	23,40 %	39,63 %
Variazione dei Costi della Produzione	23,11 %	13,01 %	N.D.	24,72 %	38,74 %
Variazione del Patrimonio Netto	-12,95 %	1,69 %	N.D.	28,14 %	24,66 %
Variazione del Totale Attivo	-4,01 %	2,99 %	N.D.	22,90 %	26,13 %

Dalla breve analisi effettuata emergono chiare le origini della crisi che sta riguardando la Società.

Gli indici di redditività, utilizzati per verificare l'attitudine dell'azienda a raggiungere e mantenere l'equilibrio economico, ovverosia la capacità di ripristinare almeno la ricchezza consumata e garantire una remunerazione ai soggetti che partecipano all'impresa per tutto il triennio evidenziano valori negativi.

L'aspetto più rilevante è cercare di capire da quale area gestionale dipende la redditività finale. Per farlo, servirebbe un adeguato controllo di gestione, della quale sfortunatamente la Società è sprovvista. È tuttavia sufficiente riclassificare il conto economico secondo la configurazione "a valore aggiunto" per rilevare che la società non è in grado di generare in primo luogo ricchezza dalla sua attività caratteristica. Questo a causa di quattro fattori determinanti:

- l'elevata incidenza del costo del personale dipendente e occupato per tramite di cooperativa sulla marginalità dell'impresa;
- l'incidenza dei costi per energia elettrica;
- l'incidenza dei costi per locazioni sulla struttura aziendale;
- il livello di indebitamento e le conseguenze anche dal punto di vista economico;
- la politica di magazzino di gestione del magazzino.

I dati riclassificati, di per sé emblematici, rappresentano un graduale peggioramento della redditività complessiva, rendendo necessario un adeguato controllo di gestione al fine di monitorare le diverse aree gestionali per riuscire ad intervenire rapidamente in presenza della rilevazione di dati anomali rispetto al benchmark di riferimento.

Il miglioramento della redditività, in questo caso, è subordinato all'intervento su alcune leve gestionali, come il prodotto, che deve essere reso appetibile ai clienti, oppure il mercato – che va analizzato, al fine di garantire un collocamento idoneo a migliorare la redditività – e la tecnologia, per migliorare i processi produttivi e ridurre i costi.

La situazione può, inoltre, essere migliorata incrementando i volumi di vendita, al fine di assorbire meglio i costi fissi e, quindi, riducendo i costi unitari pieni dei prodotti.

La Società risulta gravata da oneri finanziari eccessivi rispetto alla media del settore (si veda l'indice oneri finanziari su fatturato) e ciò viene confortato anche evidenziando gli indici rapporto di indebitamento e mezzi propri sul capitale investito; questi indici presentano valore non in linea con le medie del settore ed evidenziando un ricorso eccessivo ai mezzi di terzi, per natura oneroso.

L'analisi delle dinamiche concernenti la liquidità esprimono lo squilibrio in cui versa la Società; l'attivo circolante non è sufficiente per la copertura del passivo corrente così generando la necessità di costante ricorso all'indebitamento bancario e/o al ricorso ai finanziamenti dei soci per garantire il funzionamento dell'attività caratteristica.

Si evidenzia poi che la scarsa rotazione delle rimanenze di magazzino penalizza le dinamiche di finanziamento del capitale circolante probabilmente per effetto di materiali, merci e semilavorati di fatto privi di valore all'interno del ciclo produttivo.

3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN CRISI

Il tema della valutazione delle aziende in crisi pone quale primo importante passaggio l'identificazione dello stato in cui versa l'impresa.

Si distingue infatti tra impresa in crisi e impresa insolvente dove, nel primo caso, l'esperto è tenuto a stimare il valore degli strumenti di *equity* o di debito in relazione ai diversi valori che l'attivo può assumere, in uno spettro assai ampio di scenari che spaziano dal risanamento al *default*.

Nel caso di imprese insolventi l'esperto è chiamato invece a stimare il valore dell'attivo dell'impresa a prescindere dalla struttura del passivo, in quanto dal valore dell'attivo discendono i possibili percorsi di soluzione dell'insolvenza.

Un'impresa si definisce insolvente quando il valore corrente dell'attivo in funzionamento è inferiore al valore nominale del debito.

Una terza categoria d'impresе è quella delle imprese in procedura con ciò definendo quelle imprese insolventi che hanno optato per le soluzioni assistite previste dal CCII.

██████ appartiene a quest'ultima categoria di imprese posto che evidenzia, rispetto alle imprese in condizioni ordinarie, un profilo maggiore di rischio, una diversa natura e origine dello stato di difficoltà nonché differenti tipologie di rischi specifici.

Le prospettive valutative delle imprese in condizioni normali sono quelle di funzionamento (*going concern*) e liquidazione.

Nel caso di imprese insolventi l'esperto è solitamente chiamato ad esprimere due distinte valutazioni fondate su diverse prospettive, proprio in quanto dal confronto tra il valore dell'impresa in funzionamento e in liquidazione discendono le possibili soluzioni.

Nel caso di specie oggetto dell'incarico assegnato allo scrivente è la determinazione del valore di mercato dell'azienda di proprietà di ██████ nell'ottica di continuità indiretta ed in particolare per tramite della prosecuzione dell'attività d'impresa in capo ad un terzo soggetto allo stato attuale individuato nella società conduttrice ██████

Ciò implica che, in linea generale, la valutazione dovrà fondarsi sull'attribuzione di valore agli elementi dell'attivo escludendo il valore delle passività le cui modalità e misure di soddisfazione saranno oggetto del piano concordatario.

3.1 Lo scenario previsto

La soluzione alla crisi d'impresa della ██████ prevede l'esercizio in continuità dell'azienda di proprietà mediante la conduzione della medesima per tramite di contratto d'affitto, supportato da una proposta irrevocabile d'acquisto cauzionata e condizionata all'omologa della procedura di concordato preventivo.

Detta modalità permetterebbe di mantenere in funzione l'azienda valorizzandone le componenti positive costituite principalmente, come già esposto, dalle conoscenze maturate dall'imprenditore e da una clientela estremamente solida.

Al mancato concretizzarsi di eventuali proposte di affitto e successivo acquisto dell'azienda conseguirebbe, molto probabilmente, la dichiarazione di liquidazione giudiziale della società.

Lo scrivente è stato incaricato di stimare il valore di mercato dell'azienda in esercizio.

Si assume quindi, quale ipotesi valutativa, che l'azienda sia condotta in continuità indiretta e poi ceduta in corso di procedura secondo le tempistiche e le modalità definite nel piano concordatario.

La componente temporale assume rilevante significatività in termini di valorizzazione delle componenti attive; uno stato più o meno prolungato di fermo porterebbe alla perdita di

gran parte della clientela, a dinamiche occupazionali negative (perdita delle migliori risorse) nonché a problematiche produttive e di efficienza degli impianti e dei macchinari.

In particolare, si evidenziano i seguenti effetti positivi sulla valorizzazione delle componenti attive conseguenti alla conduzione dell'azienda in funzionamento:

- ✓ Mancata dispersione del *know how*;
- ✓ Mantenimento dei livelli occupazionali;
- ✓ Continuità nei rapporti con clienti e fornitori;
- ✓ Mantenimento dei livelli di efficienza degli impianti e dei macchinari.

Nel proseguo della presente, lo scrivente determinerà gli elementi compresi nel perimetro dell'azienda oggetto di stima secondo l'ipotesi delineata e procederà alla determinazione del valore dell'azienda in funzionamento.

3.2 L'azienda oggetto di valutazione

L'azienda di proprietà di [REDACTED] è attualmente condotta, giusto contratto d'affitto d'azienda del 06/12/2023, dalla società [REDACTED].

Il perimetro valutativo dell'azienda può essere identificato, in particolare, dai seguenti elementi patrimoniali, materiali ed immateriali:

1) Elementi materiali:

- macchinari;
- attrezzature generiche;
- stampi;
- mezzi sollevamento e trasporto interno;
- automezzi;
- impianti generici e specifici funzionali alla produzione;
- arredi e dotazioni d'ufficio;

2) Elementi immateriali:

- n. 12 contratti di lavoro dipendente;
- *know how*;
- clienti;
- fornitori;
- sito web;
- studi e ricerche;
- disegni 3D;
- materiale pubblicitario;

- documentazione tecnico - commerciale
che complessivamente formano il complesso di elementi intangibili detto **avviamento**.

Tali elementi costituiscono un complesso organizzato, coordinato e funzionante di risorse e fattori produttivi, comprensivo di tutti gli elementi essenziali all'esercizio dell'attività cui è rivolta l'azienda in predicato e idoneo allo svolgimento dell'attività d'impresa. Si precisa che l'esatta identificazione nonché la determinazione dei beni di produzione, oggetto del contratto d'affitto d'azienda, è stata effettuata dall'ing. Maria Grazia Cerchia nell'ottica di funzionamento e liquidatoria, nella propria perizia di stima alla quale si rimanda per eventuali approfondimenti.

Gli elementi espressamente esclusi dal perimetro di valutazione dell'azienda sono i seguenti:

- macchinari e attrezzature dismessi;
- contratto di locazione immobiliare;
- crediti verso clienti;
- crediti tributari;
- cassa contanti;
- debiti di ogni sorte e natura;
- impegni finanziari e le garanzie prestate o ricevute di qualunque tipo;
- le passività potenziali.

4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE E I P.I.V.

La presente sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'azienda o di specifici rami di azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica ed operativa relativamente al criterio prescelto in questa perizia valutativa, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere in estrema sintesi gli approcci valutativi in uso, discutendo successivamente le problematiche connesse al caso specifico oggetto di stima.

Come è noto, in letteratura¹, i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:

1. il patrimonio;
2. i flussi di risultato;
3. l'*economic profit*;

¹ Si veda, su tutti, Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

4. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (*comparable*).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo del *capitale economico aziendale*.

Nei successivi paragrafi saranno richiamati i dettagli di base connessi a ciascuna delle alternative indicate.

4.1 Il metodo finanziario

Il processo valutativo porta alla determinazione del valore attualizzato dei flussi, che sarà disponibile per gli azionisti. Più specificamente, fissato un orizzonte temporale entro cui si prevede saranno collocati i flussi futuri, rappresentati dai flussi di cassa operativi e dall'eventuale valore residuo esistente a fine periodo (valore atteso dei flussi che saranno generati oltre l'orizzonte temporale di riferimento), si dovrà procedere alla determinazione della differenza tra il valore atteso dei flussi monetari, scontati ad un tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale totale (determinato in funzione dei tassi di remunerazione da corrispondere agli azionisti e ai finanziatori esterni), e i debiti finanziari onerosi derivabili dalle risultanze iscritte in bilancio.

In formule,

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} - D$$

dove FC indica il flusso di cassa operativo stimato all'epoca t , D i debiti finanziari onerosi ed infine $WACC$ (*Weighted Average Cost of Capital*) il costo medio ponderato del capitale totale.

Laddove si introduca l'ipotesi di un orizzonte temporale infinitamente esteso, la formula è riconducibile a quella di una rendita perpetua con tasso $WACC$, ovvero:

$$V = \frac{FC}{WACC} - D$$

4.2 Il metodo reddituale

In questo caso, il valore dell'azienda viene fatto dipendere dalla capacità della medesima di generare redditi futuri. Analogamente al metodo finanziario, il processo valutativo fa perno sulla attualizzazione di grandezze stimate mediante un appropriato tasso di sconto. Tuttavia, rispetto alla tecnica precedente sussistono alcune importanti differenze.

- ❑ Le grandezze oggetto di attualizzazione sono rappresentate dai redditi netti conseguibili durante l'orizzonte temporale con eventuale valore residuo o valore a regime stimato in ipotesi di rendita perpetua.
- ❑ La quantificazione dei redditi netti prevede una procedura cosiddetta di "normalizzazione", attraverso la quale si provvede a rimuovere i condizionamenti indotti dalle componenti straordinarie e da quelle estranee alla gestione corrente e in genere da tutte le politiche di bilancio che in varia misura potrebbero distorcere la stima del reddito effettivamente conseguibile in futuro.
- ❑ Poiché le grandezze esaminate si riferiscono a flussi di reddito netto è evidente che la prospettiva di analisi è quella dei soli azionisti e non anche di quella dei finanziatori esterni. Per tale ragione, il tasso di attualizzazione da utilizzare quale fattore di sconto dei flussi stimati deve essere rappresentativo del solo costo del capitale proprio. Di contro, si ricorderà che nel metodo finanziario il tasso di sconto deriva dalla media ponderata della remunerazione riconosciuta agli azionisti e di quella riconosciuta ai finanziatori esterni.
- ❑ La logica valutativa fa riferimento a flussi di reddito che sono già al netto della posizione debitoria, sicché il valore dell'azienda deriva dalla somma del valore attuale di tali flussi con l'eventuale valore residuo. Non è necessario quindi fare riferimento ai debiti onerosi per sottrarli dal valore attuale dei flussi, come avviene invece nel metodo finanziario.

Matematicamente, la stima del valore d'azienda V è formalizzabile come:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+k)^t}$$

in cui R rappresenta il reddito netto per il tempo t e k il tasso di remunerazione previsto per gli azionisti. Analogamente alle considerazioni svolte in merito all'ipotesi di orizzonte temporale infinito, la formula si riduce in questo caso a:

$$V = \frac{R}{k}$$

4.3 Il metodo patrimoniale

L'approccio si sostanzia nella stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a determinare il capitale investito della società. Il metodo prevede, innanzitutto, l'individuazione dei singoli *asset* da considerare nel processo di stima. Invero, l'attività valutativa può considerare:

- i soli valori iscritti in bilancio (*metodo patrimoniale semplice*), ovvero
- estendersi anche tutti gli altri elementi attribuibili a beni immateriali (*intangibile*) che, sebbene non direttamente espressi nel sistema dei valori di bilancio, sono ciononostante ritenuti parte integrante del patrimonio aziendale e in quanto tali oggetto di esplicita stima (*metodo patrimoniale complesso*)².

Relativamente alla attività valutativa in senso stretto, il metodo si prefigge l'obiettivo di rappresentare gli elementi attivi e passivi del patrimonio "a valori correnti". Al riguardo, si sottolinea che laddove la natura dei beni oggetto di stima presenta un elevato contenuto tecnico, si rende necessario l'intervento di esperti con professionalità specifiche per ottenere valutazioni congrue, sia sotto l'aspetto economico che sotto quello fisico-tecnico.

Formalmente, l'applicazione del metodo in esame è esprimibile secondo la seguente relazione:

$$V = PNR = PNC + \Delta A + \Delta P$$

con V ad indicare il valore dell'azienda (o di un suo ramo), PNR il patrimonio netto rettificato, PNC il patrimonio netto contabile, ΔA le plus(minus)valenze derivanti dalla revisione degli elementi attivi e ΔP le plus(minus)valenze derivanti dalla revisione degli elementi passivi.

² Si distingue, in proposito, tra beni immateriali iscritti in bilancio (marchi, brevetti, ecc.) dotati di valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di I grado), e beni immateriali non iscritti in bilancio che possono essere oggetto di autonomo trasferimento (rete di vendita, personale) dotati anch'essi di un valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di II grado).

4.4 Il metodo dei multipli

Il valore d'impresa viene determinato attraverso multipli di alcune caratteristiche quantità aziendali espressi dal mercato e riferiti a società quotate ed operanti nel medesimo settore di riferimento (ad esempio il rapporto tra il valore d'impresa e il margine operativo lordo, EV/EBITDA, o il rapporto tra il prezzo di mercato e l'utile per azione, *price/earning*).

L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità d'utilizzo, i multipli possono infatti essere impiegati per ottenere delle stime immediate del valore d'impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero consistente di imprese confrontabili quotate sui mercati finanziari.

La relativa semplicità di calcolo evidenzia d'altro canto alcune criticità dovute perlopiù al fatto che gli indicatori siano facilmente manipoli ed utilizzabili impropriamente, soprattutto nel caso non esistano azienda comparabili simili.

Il metodo dei multipli si distingue tra: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'*enterprise value*. Con il primo approccio il prezzo viene rapporto a differenti variabili specifiche d'azienda che acquisiscono significato e natura diverse a seconda del settore di appartenenza dell'impresa.

Il secondo metodo considera la somma della capitalizzazione di borsa e l'indebitamento finanziario netto dell'azienda.

4.5 I metodi misti

La logica di fondo di questo approccio si basa sulla considerazione che il valore del capitale economico è determinato dalla somma di due fattori: (i) il valore delle attività aziendali in essere; (ii) il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle medesime. Gli approcci più diffusi nella pratica operativa riconducibili a questa categoria sono i seguenti:

- il metodo misto con evidenziazione dell'avviamento;
- il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA);

Il metodo misto correla il valore d'impresa sia al valore "effettivo" del suo patrimonio, sia alla capacità di generare flussi futuri. L'approccio utilizza quindi contemporaneamente il metodo patrimoniale (semplice o complesso) e il metodo basato sui flussi di risultato (finanziario o reddituale).

La soluzione più diffusa in ambito operativo - professionale è quella del metodo misto patrimoniale - reddituale, secondo il quale il valore dell'azienda si ottiene sommando due elementi:

- il patrimonio netto rettificato, da denotarsi con PNR;
- il sovra-reddito attualizzato, che quantifica l'avviamento ovvero la capacità dell'impresa di generare una redditività in eccesso rispetto al rendimento normale di settore.

In formule:

$$V = PNR + \sum_{t=1}^T \frac{(R_t - i \times PNR)}{(1 + i')^t}$$

dove i esprime in tasso di rendimento medio di settore, i' il tasso di attualizzazione del sovra-reddito (generalmente si ha $i' > i$ in considerazione del fatto che i' riflette una maggiore rischiosità rispetto al settore, ovvero il rischio che il sovra-reddito possa non

ripetersi nel tempo), mentre $\sum_{t=1}^T \frac{(R_t - i \times PNR)}{(1 + i')^t}$ costituisce la stima autonoma dell'avviamento. Quando tale ultimo fattore è positivo, l'azienda è in grado di generare un sovra-reddito e si parla di *goodwill* o avviamento positivo. Se invece il valore risulta negativo, si parla di avviamento negativo o *badwill*.

In ipotesi di capitalizzazione illimitata del reddito medio, il valore da attribuire all'avviamento deve determinarsi per il tramite di una rendita perpetua e la formulazione precedente si esprime come segue:

$$V = PNR + \frac{(R - i \times PNR)}{i'}$$

Il metodo EVA applicato nella valutazione del capitale economico si sostanzia nella stima della capacità prospettica del management di creare valore in via durevole e stabile. Secondo questo approccio, il valore del capitale economico si determina sommando al capitale investito rettificato il valore attuale degli EVA al netto del debito finanziario oneroso. Pertanto, il metodo richiede in via preliminare che si disponga di una stima analitica del capitale effettivamente investito nell'azienda (definito come capitale investito rettificato o semplicemente *CIR*) e del reddito operativo disponibile (definito come *net operating profit after tax* o NOPAT). Si ricorda, infatti, che l'EVA si ottiene sottraendo al NOPAT la remunerazione attesa dai finanziatori e parametrata alle risorse

completivamente apportate, data da $(WACC \times CIR)$. In sintesi,
$$EVA = NOPAT - (WACC \times CIR)$$

In una prospettiva di analisi in cui l'orizzonte temporale si estende per un certo numero di anni, la logica sarà perciò quella di determinare la ricchezza complessivamente prodotta sommandola al capitale investito rettificato al netto dei debiti onerosi. Analiticamente,

$$V = CIR + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} - D$$

ovvero, in ipotesi di capitalizzazione infinita,

$$V = CIR + \frac{EVA}{WACC} - D$$

4.6 Adottabilità dei P.I.V.

Il sottoscritto evidenzia che, nella valutazione dell'azienda di proprietà della società XXXXXXXXXX, si atterrà ai presupposti concettuali che ispirano i P.I.V.

5. LE IPOTESI VALUTATIVE

La valutazione dell'azienda è stata effettuata sul presupposto della continuazione dell'attività aziendale per tramite di un soggetto terzo ciò posto che l'ipotesi liquidatoria svilirebbe notevolmente gli *assets* d'impresa di fatto rendendo inconsistente il concetto stesso di azienda.

Il perito incaricato ha infatti stimato il valore di mercato dei beni in ipotesi di rimozione e smobilizzo in euro 60.550,00.

La scelta del metodo di stima dell'azienda è stata condizionata in maniera sensibile dalla specificità e dallo stato della medesima.

Si rileva infatti che, seppur l'azienda conservi diverse connotazioni positive e senza dubbio apprezzate dal mercato, la scarsa redditività manifestata nel quinquennio precedente unitamente alla tensione finanziaria che hanno condotto all'attuale richiesta di concordato preventivo riducono l'applicabilità di criteri fondati sulla proiezione di risultati economici e/o sull'attualizzazione di flussi di cassa futuri.

Lo scrivente non dispone di dati programmatici sui quali fondare valutazioni.

Anche con riferimento ai dati storici si evidenzia che la società non disponeva di una contabilità industriale precludendo così la possibilità di analizzare, in modo oggettivo e razionale, i risultati storici connessi alle diverse tipologie di prodotti ceduti nei mercati di riferimento.

Occorre infine considerare la negatività dei risultati aziendali conseguiti nel recente passato dove la scarsa marginalità non è stata in grado di generare la necessaria liquidità da autofinanziamento per proseguire l'attività operativa.

L'attendibile previsione futura di flussi reddituali, su un arco temporale medio-lungo, è peraltro, a maggior ragione in questo momento storico, compromessa dalle criticità che connotano il contesto economico attuale.

Le considerazioni sopra esposte giustificano pertanto l'impossibilità di applicare con razionalità metodologie valutative fondate sui flussi, di reddito o di cassa, limitando l'approccio valutativo al metodo patrimoniale.

Tale metodo peraltro ben si presta, a parere dello scrivente, a rappresentare il valore economico dell'azienda di [REDACTED], nella misura in cui esprima il valore attuale del patrimonio aziendale, nelle sue fondamentali componenti materiali e immateriali, nell'ipotesi valutativa di continuità aziendale.

In tale ipotesi si ritiene opportuna la valorizzazione dell'intero patrimonio aziendale, quale complesso coordinato di beni e risorse, anche immateriali.

5.1 Il criterio valutativo prescelto

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda rappresenti un problema complesso, la cui apprezzabile risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente i seguenti:

- la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione;
- la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di valutazione;
- le informazioni disponibili per la valutazione.

Con riferimento alla tipologia di operazione si rileva che la valutazione viene richiesta quale supporto informativo al piano concordatario che la Società è prossima a depositare.

Il secondo profilo rilevato non comporta alcun effetto rispetto alla presente *opinion* considerato che non è in corso un processo di negoziazione tra parte cedente e parte

acquirente, bensì la valutazione è a beneficio dei creditori sociali, i quali dovranno valutare la convenienza della soluzione della crisi prospettata dalla società rispetto alla soluzione liquidatoria ed esprimere, tramite il voto, la propria scelta.

Il processo di valutazione subisce la limitazione evidenziate nell'apposito paragrafo.

Nella valutazione della [REDACTED], lo scrivente, dopo aver analizzato i recenti bilanci d'esercizio, considerato il particolare settore di mercato in cui opera, le caratteristiche della sua struttura organizzativa, le informazioni a disposizione, nonché la loro analiticità, ha ritenuto opportuno adottare **nell'ipotesi di funzionamento il metodo patrimoniale complesso**. Tale metodo quantifica il valore economico dell'azienda includendo nella valutazione l'eventuale valore delle immobilizzazioni immateriali non contabilizzate; nel caso di specie si considera appartenere a detta categoria il know how del personale dipendente e la clientela. Attraverso tale metodo la valutazione dell'azienda è operata in modo indiretto, in quanto tale metodologia è basata sulla preventiva determinazione degli elementi costitutivi del patrimonio aziendale

$$W = K + I$$

ove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del patrimonio rettificato in prospettiva di continuità aziendale

I = valore degli elementi immateriali

L'ulteriore particolarità dei metodi utilizzati attiene al perimetro di valutazione dell'azienda a sua volta delimitato per effetto della procedura concordataria corrente.

Oggetto di stima non sarà infatti il patrimonio netto rettificato, posto che i debiti della [REDACTED] non saranno ceduti unitamente al compendio aziendale, posta la deroga all'art. 2560 c.c. nella procedura di specie e letto l'art. 118 ottavo comma CCII.

La valutazione in funzionamento dell'azienda prevede quindi la valorizzazione dei beni produttivi concessi in affitto alla società [REDACTED] e oggetto di stima da parte dell'ing. Maria Grazia Cerchia e la stima dei componenti immateriali *know how* e clientela.

Si rileva infatti che la cessazione dell'attività aziendale e la conseguente liquidazione atomistica del patrimonio della medesima farebbe venir meno il concetto stesso di azienda a causa della perdita di quote di mercato e delle conoscenze specifiche possedute dai dipendenti configurandosi così il perimetro di ipotetica stima in una mera pluralità di beni strumentali la cui valutazione è stata effettuata dal perito sopra citato e sopra riportata.

6. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

6.1 La valutazione del patrimonio aziendale

L'azienda di proprietà di [REDACTED] è costituita, nel suo nucleo essenziale ed oggetto della presente valutazione, dai cespiti necessari per la produzione di sedili per wc, tutti beni composti come più oltre descritto.

Beni di produzione

La situazione contabile aggiornata al 31/12/2023 evidenzia le seguenti categorie di cespiti:

CATEGORIA	COSTO STORICO	FONDO AMMORTAMENTO	VALORE NETTO CONTABILE
Impianti e macchinari	4.772.473,90	2.108.481,94	2.663.991,96
Attrezzature industriali e commerciali	4.933.919,81	2.504.741,17	2.429.178,64
Altri beni	498.086,49	467.945,31	30.141,18
TOTALE	10.204.480,20	5.081.168,42	5.123.311,78

I beni costituenti il patrimonio aziendale ed oggetto della presente valutazione sono ricompresi nel perimetro aziendale concesso in affitto alla società [REDACTED] e sono stati oggetto di stima da parte dell'ing. Maria Grazia Cerchia la quale espone nella propria perizia la puntuale descrizione dei medesimi e la valutazione alla quale è pervenuta considerando quale presupposto essenziale la continuità aziendale.

Per l'esauritiva analisi del complesso dei beni costituenti l'azienda di [REDACTED] si rinvia quindi alla perizia dell'ing. Cerchia la quale conclude stimando il valore di mercato dei cespiti di produzione, in ottica di continuità aziendale ed utilizzando quale parametro di riferimento il costo del bene di sostituzione, in **euro 365.700,00**.

Il perito sopra citato ha inoltre stimato il valore di mercato di alcuni macchinari e attrezzature dismesse, non concessi in affitto d'azienda, secondo l'ipotesi di continuità aziendale, in euro 12.000,00 e, in ottica liquidatoria, in euro 5.500,00.

Lo scrivente ritiene di non considerare nella propria valutazione il valore attribuito ai macchinari e attrezzature dismesse e non oggetto di contratto d'affitto d'azienda posto che verosimilmente questi saranno oggetto di cessione separata rispetto al complesso aziendale oggi in affitto.

Si evidenzia la rilevante differenza esistente tra il valore netto contabile dei cespiti e il valore di mercato, come stimato dal perito sopra citato.

Ciò pare derivare dall'adozione di politiche di ammortamento tendenti alla riduzione dei medesimi in considerazione della residua vita utile dei cespiti di riferimento.

In particolare, gli stampi per la produzione dei sedili possono essere utilizzati per un arco temporale assai esteso posto che sono soggetti ad un processo di deperimento molto lento. Come accennato, il settore nel quale opera la Società non è soggetto a rapidi mutanti tecnologici e quindi gli impianti, i macchinari e le attrezzature posseggono una vita residua rilevante.

D'altra parte, la valorizzazione così modesta rispetto al valore netto contabile appare giustificata considerando la scarsa considerazione del mercato per gli stessi stante la vetustà, l'antieconomicità dell'asporto dal luogo in cui sono situati e la scarsa versatilità.

Lo scrivente non esprime ulteriori valutazioni con riferimento ai valori contabili delle immobilizzazioni, in particolare per quanto afferisce ai costi storici per come variati nel tempo a seguito di rivalutazioni e/o svalutazioni posto che tale analisi prevede un'attività di revisione legale dei conti per cui non è stato conferito apposito incarico.

La valutazione dei cespiti di produzione determinata da un esperto del settore, nel caso di specie individuato nell'ing. Maria Grazia Cerchia, viene quindi adottata dallo scrivente come valore del patrimonio aziendale di [REDACTED]

Il valore del patrimonio rettificato (K) in ottica di continuità aziendale di [REDACTED] viene valutato in complessivi euro 365.700,00.

6.2 Gli elementi immateriali

In base alle teorie classiche, l'avviamento è inteso come un insieme di qualità positive, grazie alle quali un'azienda viene giudicata capace di produrre durevolmente extraprofitti, ossia redditi superiori alla media del settore di appartenenza o, comunque, a quelli ritraibili da investimenti alternativi a parità di rischio.

Tale concetto, tuttavia, trova alcune difficoltà di applicazione nel caso in esame, in quanto i risultati economici negativi conseguiti nell'ultimo quinquennio porterebbero, mediante l'utilizzo del criterio rituale, alla quantificazione di un avviamento negativo (*badwill*).

Le principali motivazioni afferenti allo stato di crisi della [REDACTED] secondo le informazioni raccolte e i dati analizzati, sono da ascrivere alla ridotta marginalità delle vendite in presenza di clienti con elevato potere contrattuale ed in assenza di un'efficace

controllo di gestione, alla perdita di quote di mercato e alla concorrenza di realtà più competitive.

D'altra parte, come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, l'azienda è dotata di alcuni tratti positivi: in particolare, un **complesso aziendale** che, seppur costituito da beni perlopiù vetusti, conserva una capacità produttiva discreta e un **pacchetto clienti** composto da realtà multinazionali sicuramente solide.

Queste componenti meritano, a parere dello scrivente, di essere adeguatamente valorizzate nell'ottica di funzionamento del complesso aziendale. D'altra parte, è evidente che, in ottica liquidatoria, i tratti positivi sopra delineati sarebbero fortemente ridimensionati posto che i beni della produzione hanno qualche valore unicamente se utilizzati nella sede in cui sono attualmente collocati mentre, al fermo della produzione, conseguirebbe l'immediata perdita della clientela.

* * * * *

Nel caso in esame, al fine di espletare l'incarico ricevuto, si ritiene quindi di attribuire un valore agli *assets* intangibili presenti in [REDACTED]: il *capitale umano* inteso come possesso di competenze organizzative specialistiche nel settore di riferimento ed il *capitale strutturale* inteso, in particolare, con la capacità di relazione con l'ambiente circostante e prevalentemente con i clienti, c.d. "capitale di relazione".

Detti beni immateriali sono sempre di più elementi determinanti per il vantaggio competitivo di moltissime società che operano in settori diversi, c.d. "fattori critici di successo" che di fatto spesso per importanza sorpassano impianti tecnici e macchinari (beni materiali).

Anche nel caso di [REDACTED] tali beni immateriali possono essere ricondotti al patrimonio di relazioni che l'impresa ha costruito con la clientela finale, e più in generale, con tutti i contatti a monte e a valle, che di fatto oggi costituiscono vere e proprie "barriere all'entrata".

Il concetto che si vuole esprimere è che la rilevanza di tali beni è necessariamente economica: i beni immateriali possono comunque produrre plusvalori indipendentemente dai risultati d'esercizio e detti valori sono protratti nel tempo; plusvalori dovuti a valori patrimoniali principalmente latenti in quanto non integrati nei risultati contabili per i quali è quindi generalmente necessaria una valutazione autonoma, come appunto nel caso di specie.

Proprio questa importante esigenza spiega lo studio costante e profondo delle metodologie di valutazione di questi beni volte sempre di più a distinguerli, nella loro sostanza, dall'avviamento aziendale, scindendo pertanto l'analisi economica dai principi squisitamente giurisprudenziali o di diritto.

L'avviamento come inteso dallo scrivente, si ottiene pertanto da una stima di capitale economico basata su dati e previsioni rappresentate da flussi che considerano la capacità reddituale già storicamente dimostrata da [REDACTED], di probabile raggiungimento nel breve termine. Tale scelta sarà poi adeguata a certe finalità nella stima degli intangibili. Nel caso in esame vanno necessariamente poste due considerazioni empiriche: 1) i risultati reddituali negativi nel triennio sui quali necessariamente si dovrà tarare la stima dell'avviamento; 2) la fase di ristrutturazione in corso nella società che comporta un importante differenza rispetto ad una società avviata, da ricercarsi proprio nella possibilità di produrre risultati economici in conseguenza della nuova organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa e del nuovo contesto di mercato. Gli effetti di tale ristrutturazione, come appunto dell'*intangibile* legati a *know-how* e ambiente, palesano effetti latenti, che vanno necessariamente fatti affiorare all'interno di una valutazione che consideri la continuità d'esercizio dell'impresa.

* * * * *

In primo luogo, lo scrivente ha stimato la componente reddituale "w" dell'*intangibile* avviamento di [REDACTED].

La stessa viene determinata mutuandola dal metodo "reddituale", per mezzo della seguente formula (sugli elementi della quale non ci soffermerà posto che già è stata analizzata nel relativo sottocapitolo):

$$W = R \text{ an}-i$$

Lo scrivente ha ritenuto utile utilizzare un orizzonte temporale di riferimento limitato al periodo triennale, ritenuto sufficiente per l'attuazione di una forte ristrutturazione interna aziendale.

La componente "R" è invece stata determinata dalla media aritmetica semplice dei valori emergenti dalla riclassificazione del conto economico a valore aggiunto per i periodi 2020 - 2021 - 2022 utilizzando il dato "normalizzato" relativo al "Margine Operativo Lordo", ove per processo di normalizzazione si intende l'espunzione dal risultato finale d'esercizio della componente finanziaria, non caratteristica, straordinaria e fiscale, già espresso in riclassificazione. Tale valore è ritenuto estremamente funzionale per un soggetto

promotore di un'iniziativa volta a ristrutturare l'azienda proprio perché elide l'effetto reddituale di aree gestionali non riguardanti direttamente la gestione caratteristica.

Tale valore è pertanto così determinato:

PERIODO	2020	2021	2022
MARGINE OPERATIVO LORDO	-394.308,00	-334.934,00	-1.032.525,00

Il tasso di attualizzazione, posti i risultati negativi assume rilievo marginale e paradossalmente andrebbe a incrementare il valore della somma.

Prudenzialmente detto valore è pertanto approssimato ad **euro -587.000,00**.

* * * * *

Come accennato, la stima dell'*intangibile* di [REDACTED] deve fare emergere necessariamente quale sia il valore del bene immateriale legato alle competenze, al *know-how*, all'ambiente, alla clientela e coerentemente con il metodo di stima scelto, sommarlo alla componente di origine economica-reddituale, per determinare l'avviamento. Anche sulla scorta degli elementi emergenti dall'analisi di mercato condotta, il metodo scelto è il metodo empirico/comparativo del *royalty rate*.

Il metodo, utilizzato anche in finanza agevolata per stimare il valore di brevetti, opere d'ingegno o marchi nelle pratiche di Patent Box, assume, in via di principio, che il valore degli *intangibile* corrisponda alle *royalties* derivanti dalla loro cessione in uso a terzi. Il presupposto logico del metodo del *royalty rate* è che i vantaggi dovuti alla presenza di un bene immateriale non possono essere inferiori a quanto l'imprenditore dovrebbe pagare a terzi per ottenerne la disponibilità. Poiché, solitamente, la cessione dei diritti di utilizzazione dei beni immateriali ha come corrispettivo *royalties*, queste possono ritenersi espressive del loro valore. In dottrina le *royalties* vengono stimate considerando alcuni parametri (di solito una percentuale del fatturato) e il tasso di *royalty* si ottiene attraverso la comparazione con casi omogenei. I proventi distribuiti su un arco temporale di medio-lungo termine devono infine essere attualizzati.

$$BI = \sum_{s=1}^n \frac{r \cdot S_s}{(1+i)^s}$$

BI = Valore del bene immateriale
r = Tasso di royalty
Sn = Fatturato dell'anno n
i = Tasso di attualizzazione
n = Numero di anni

Lo scrivente ha considerato quale dato di riferimento rispetto alla valutazione corrente i ricavi delle vendite conseguiti nell'esercizio 2023 pari ad euro 2.484.070.

In termini di fatturato e crescita di mercato, si espone anche il tasso di crescita del settore, "g". Il dato dello stesso è stato derivato secondo il seguente procedimento.

Dapprima è stata presa in considerazione la media aritmetica dei ricavi delle vendite conseguiti dal 2019 al 2023.

Tale valore, basato su serie storiche, può rappresentare il volume delle vendite che la società può tendere a conseguire prudenzialmente entro il periodo 2028.

Quanto sopra esposto viene tradotto numericamente nelle proiezioni sotto riportate:

PERIODO	RICAVI
2019	2.662.594
2020	2.413.904
2021	2.824.362
2022	3.052.943
2023	2.484.070
TOTALE	13.437.873
MEDIA	2.687.575

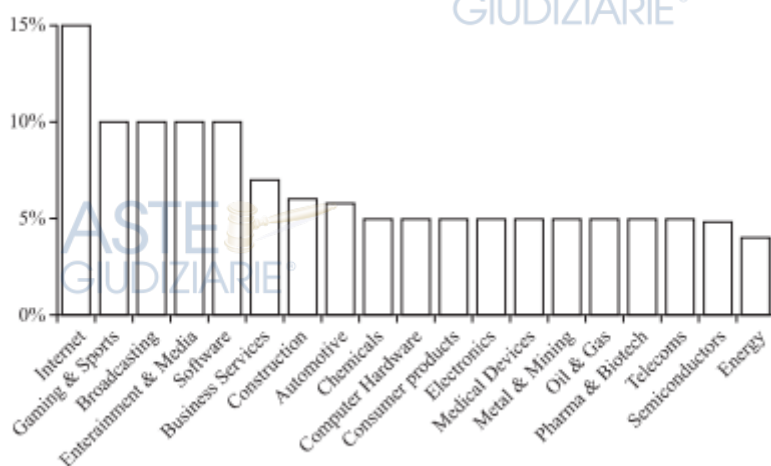
La media dei ricavi è stata confrontato con i ricavi delle vendite del periodo 2023, la differenza ammonta ad euro 203.505 (8,19%).

La crescita di ricavi nella misura dell'8,19% si ritiene possa essere conseguita in un quinquennio e ciò considerando le serie storiche dei medesimi.

Sulla base delle assunzioni di cui sopra il tasso di crescita annuo dei ricavi ammonta al 1,6%.

Nonostante l'esistenza di alcuni database disponibili online, la raccolta di informazioni dettagliate in ordine a specifici accordi di licenza non è agevole. Con riferimento al mercato nel suo complesso, Licensing Insights riporta che i *royalty rates* oscillano tipicamente fra il 4 e il 12%, con l'intervallo a maggior frequenza compreso fra il 5 e l'8%. Altra fonte da tenere in considerazione, lo studio compiuto dai prof. Guatri e Bini i quali, nel "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende" edizioni Egea 2009, individuano un tasso minimo di royalty pari all'1% ed un massimo del 10%.

Median Royalty Rates in Selected Industries



Source: RoyaltyStat® database.

Uno studio recente ma soprattutto inerente rispetto alla realtà italiana sul tema, presente nel libro del prof. Emilio Vasco “la valutazione dei beni intellettuali nelle PMI”, esprime valori di *royalties* utilizzate nei settori industriali “maturi” per la maggiore a cavallo delle due fasce 0-2% e 2%-5%.

SETTORI DI ATTIVITA'	LIVELLI DI ROYALTY CORRENTI BREVETTI						
	0-2%	2-5%	5-10%	10-15%	15-20%	20-25%	>25%
Aerospaziale		40%	55%	5%			
Automobilistico	35%	45%	20%				
Chimico	18%	57,40%	23,90%	0,50%			0,10%
Informatico	42,50%	57,50%					
Elettronico		50%	45%	5%			
Energetico		50%	15%	10%		25%	
Alimentare	12,50%	62,50%	25%				
Farmaceutico	1,30%	20,70%	67%	8,70%	1,30%	0,70%	0,30%
Meccanico e manifatturiero	21,30%	51,50%	20,30%	2,60%	0,80%	0,80%	2,60%

I dati sono derivati da interviste con società operanti nei settori sopra riportati e concordano in grandi linee con quanto riportato in letteratura.

Anche lo studio compiuto dal prof. Dan McGavock dell'IPC Group di Chicago conferma valori e soglie del tutto simili a quelle sopra riportate nei settori manifatturieri più maturi.

Royalty Rates for In-Licensing by Industry							
Industry	0-2%	2-5%	5-10%	10-15%	15-20%	20-25%	>25%
Aerospace	50.0%	50.0%					
Automotive	52.5%	45.0%	2.5%				
Chemical	16.5%	58.1%	24.3%	0.8%	0.4%		
Computer	62.5%	31.3%	6.3%				
Electronics		50.0%	25.0%	25.0%			
Energy		66.7%					
Food/Consumer		100.0%					
General Mfg.	45.0%	28.6%	12.1%	14.3%			
Government/University	25.0%	25.0%	50.0%				
Health Care	3.3%	51.7%	45.0%				
Pharmaceuticals	23.6%	32.1%	29.3%	12.5%	1.1%	0.7%	0.7%
Telecommunications	40.0%	37.3%	23.6%				

Source: Dan McGavock of IPC Group, Chicago

Quanto sopra considerato, lo scrivente ritiene di individuare quale tasso di royalties il 3%.

Posto il termine di analisi quinquennale, non resta che determinare il tasso di attualizzazione.

Per determinare lo stesso, lo scrivente ha determinato il costo del capitale proprio (ke) secondo la seguente formula:

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

dove:

r_f rappresenta il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il rischio

β rappresenta il fattore di correzione da applicare quale ponderazione al rischio specifico di settore e della particolare situazione.

Il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio con durata quinquennale (r_f) è stato rilevato considerando il rendimento del BTP con scadenza 01.02.2029 pari al 3,35%.

Il premio per il rischio di mercato è stato desunto dalla consultazione della banca dati "Country Default Spreads and Risk Premiums" redatta dal prof. Aswath Damodaran considerando il total equity risk premium italiano, aggiornato al 05.01.2024, pari al 7,81%.

Il β di settore è stato rilevato dalla banca dati "Betas by sector" aggiornata al gennaio 2024 considerando il valore medio del mercato pari ad 1,1.

Il costo del capitale proprio K_e che rappresenta il tasso di attualizzazione da applicare al flusso di royalties previsto nel quinquennio viene così determinato pari a 11,94%.

Le royalties annue lorde sono state depurate dalla componente relativi agli oneri fiscali latenti stimati in 27,9%, importo dato dalla somma delle attuali aliquote IRES (24%) e IRAP (3,9%).

Nel calcolo del valore da attribuire alle componenti immateriali presenti nella struttura di [REDACTED] è stata considerata la stima dei flussi di royalties potenzialmente generabili

dall'azienda dal termine dell'ultimo esercizio previsionale ad infinito, dal momento che si presume che l'azienda continuerà ad esistere anche oltre l'orizzonte previsionale previsto e, quindi, a generare flussi di royalties anche oltre l'orizzonte prospettico contemplato.

Il risultato finale dei calcoli relativi al valore dell'intangibile restituisce un valore arrotondato pari ad **euro 476.000**.

migliaia di Euro	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminale
Fatturato prodotti a marchio	2.484.070	2.523.815	2.564.196	2.605.223	2.646.907	2.689.257	
Tassi di crescita previsionali		1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Tasso di royalty	3,0%						
Royalties annue lorde		75.714	76.926	78.157	79.407	80.678	
Oneri fiscali latenti		(21124)	(21462)	(21806)	(22155)	(22509)	
Royalties annue nette		54.590	55.464	56.351	57.253	58.169	487.175
Tasso di sconto	11,94%	0,95	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54
Royalties annue nette scontate		51.597	46.831	42.505	38.579	35.015	261.978
Royalties annue nette scontate e cumulate		51.597	98.427	140.932	179.511	214.526	476.504

Detti distinguo rappresentano un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che conferiscono a maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi ed a produrre utili futuri.

* * * * *

Posta la definizione di entrambi gli addendi, è ora possibile determinare l'avviamento di . Come noto, un soggetto che acquistasse un'azienda funzionante dovrebbe riconoscere al cedente un valore che per l'acquirente altro non è se non il prezzo da pagare per evitare i rischi di insuccesso legati alla attività nuova, e il sostenimento dei costi di impianto. Diverso il caso in esame. **L'avviamento (badwill) di è determinato dalla sommatoria delle due componenti, reddituale e tecnica, in euro -111.000** (avviamento=-587.000+476.000). Il valore è negativo, i margini reddituali sono attualmente erosi da una situazione congenita di più fattori che ha determinato la crisi aziendale attualmente in corso. Sarà pertanto necessaria una ristrutturazione aziendale che

tenga conto di diversi aspetti, tecnico-operativi ma anche di marketing e soprattutto di controllo di gestione tali da permettere alla società di valorizzare al meglio l'apporto della gestione caratteristica.

6.3 La determinazione del valore di INSAB Srl al 31.12.2023

Come sopra già illustrato lo scrivente intende esprimere la valutazione di [REDACTED] utilizzando il metodo Patrimoniale Complesso secondo la seguente formula

$$W = K + I$$

ove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del patrimonio rettificato in prospettiva di continuità aziendale

I = valore degli elementi immateriali, nello specifico l'avviamento

Posto che il valore di K si basa sugli assunti dell'Ing. Maria Grazia Cerchia per il già citato elaborato peritale, il quale determina un valore complessivo dei beni di produzione in continuità pari a euro 365.700,00.

Il valore I invece è stato determinato dallo scrivente in euro -111.000, quale sommatoria di due componenti, reddituale e tecnica, dell'avviamento negativo.

Nell'ipotesi di continuità aziendale, il valore di [REDACTED] è pertanto pari a complessivi euro 254.700, valore che s'intende arrotondare ad euro **250.000**.

Il valore complessivo dei beni **in caso di vendita forzata** invece è direttamente desumibile dall'elaborato dell'ing. Cerchia e non sconta le dinamiche connesse alla determinazione dell'avviamento che va nell'ottica espunto dal ricalcolo. Lo stesso è pari ad euro **66.050,00**.

7. CONCLUSIONI

Il sottoscritto estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del proprio incarico ed alle osservazioni sopra svolte, tenuto conto che detta relazione è stata improntata sui criteri prudenziali,

determina

il valore della società [REDACTED] in ottica di continuità aziendale, secondo l'applicazione del metodo patrimoniale complesso nell'ipotesi più favorevole in cui il compendio aziendale sia condotto per tramite del corrente contratto d'affitto d'azienda sino alla cessione della medesima secondo la consistenza attuale in termini di dotazione di beni

strumentali, lavoratori dipendenti, contratti con clienti ed in costanza di volume degli affari, in complessivi euro **250.000**, con l'avvertenza che l'applicazione di metodi di valutazione alternativi, fondati sull'attualizzazione di flussi di reddito o di cassa prospettici ovvero su proiezioni di flussi storici per un tempo prefissato, avrebbero riflesso valori di stima inferiori e insufficientemente premianti rispetto alle componenti positive indubbiamente insite nella struttura aziendale, in considerazione dei risultati negativi conseguiti dalla società nei periodi oggetto d'esame;

Brescia, 6 luglio 2024

Lo stimatore

Dott. Andrea Astori