

---

**Relazione di stima del valore economico  
del ramo d'azienda operativo di**

**PB Oil S.r.l.**

---

**Rag. Salvatore Vittozzi**  
Ragioniere Commercialista – Revisore Legale

## INDICE

|     |   |    |
|-----|---|----|
| 1   | NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO .....               | 3  |
| 2   | DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....                      | 4  |
| 3   | PROFILO DELLA SOCIETÀ .....                         | 4  |
| 3.1 | Informazioni generali .....                         | 4  |
| 3.2 | Sito produttivo .....                               | 5  |
| 3.3 | Dati economici e patrimoniali .....                 | 6  |
| 4   | PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE.....                    | 6  |
| 4.1 | Criteri di valutazione.....                         | 7  |
| 4.2 | Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione..... | 10 |
| 5   | LA VALUTAZIONE .....                                | 11 |
| 5.1 | Descrizione del metodo .....                        | 11 |
| 5.2 | Determinazione delle grandezze.....                 | 13 |
| 5.3 | Calcolo del valore.....                             | 15 |

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

## 1 Natura e finalità dell'incarico

Il sottoscritto Rag. Salvatore Vittozzi, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA\_001674 dal 19 luglio 1984, e nel Registro dei Revisori legali al n. 61207, con D.M. del 21/04/1995, pubblicato sulla G.U. n. 31/bis IV Serie Speciale del 21/04/1995, domiciliato per gli effetti in Roma, Via Salaria 292, indirizzo PEC: [salvatore.vittozzi@legalmail.it](mailto:salvatore.vittozzi@legalmail.it), è stato incaricato con lettera datata 15 marzo 2013, dalla società **PB Oil S.r.l.** (di seguito anche "la Società"), con sede legale in Porto Torres (SS) in Via Marco Polo snc, capitale sociale € 100.000,00, i.v., codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Sassari: 02373480900, di effettuare la stima del valore economico del ramo d'azienda operativo della Società al 30 aprile 2013 (data di riferimento), comprensivo dell'autorizzazione AIA e privo di debiti e di crediti di qualsivoglia natura.

La relazione ha lo scopo di fornire una stima del valore del ramo d'azienda come sopra definito, allo scopo di supportare il prezzo di vendita previsto nel piano di Concordato presentato dal Gruppo  
\*\*\*\*\*  
in data 18 marzo 2013.

I dati e le informazioni ricevute per lo svolgimento dell'incarico rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management della Società.

La valutazione è formulata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).

Pur avendo effettuato opportune analisi dei documenti ricevuti, ai fini della presente stima non sono state svolte procedure di revisione contabile. Non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche di tipo ambientale o sicurezza sul lavoro, o legate a rischi di qualsiasi tipologia afferenti la Società.

## 2 Documentazione utilizzata

I dati su cui si basa la presente relazione sono stati forniti dalla PB Oil S.r.l. ed indirettamente dal management del Gruppo \*\*\*\*\* In particolare, è stata messa a disposizione dello scrivente la seguente documentazione principale:

- bilanci di esercizio della Società al 31.12.2010, al 31.12.2011 e la bozza di bilancio al 31.12.2012;
- bilanci di verifica della PB Oil S.r.l. alle stesse date di riferimento.

Si è fatto, altresì, ricorso a documenti pubblicamente consultabili quali:

- ricerche di mercato su Società simili ed operanti nello stesso settore;
- informazioni finanziarie in banche dati specializzate;
- ricerche nel settore in cui la società opera;

## 3 Profilo della Società

### 3.1 Informazioni generali

La Società opera nel settore della rigenerazioni degli oli usati attraverso l'impianto industriale di Porto Torres. La PB Oil S.r.l. è stata costituita in data 22/10/2009. Il capitale sociale è di Euro 100.000, così ripartito:

- 95% di quote del capitale sociale in possesso della società  
\*\*\*\*\*

- 5% di quote del capitale sociale in possesso della società  
\*\*\*\*\*

### 3.2 Sito produttivo

Lo stabilimento produttivo è situato nella Zona Industriale di Porto Torres (provincia di Sassari), utilizzato in precedenza dalla società \*\*\*\*\* sino all'anno 2009. L'impianto è conforme alla norma del Dlgs 152/2006 (in materia ambientale) ed è in possesso dell'Autorizzazione Integrata Ambientale n. 6 rilasciata il 30/07/2010. Al fine di ottenere l'autorizzazione AIA del 2010, è stata effettuata una profonda ristrutturazione del complesso aziendale. In seguito, sono state poste in essere ulteriori operazioni al fine di rendere maggiormente efficiente il centro, così raggiungendo una capacità produttiva teorica di 30.000 ton/anno. Attualmente, la capacità produttiva autorizzata è pari a 25.000 ton/anno.

Il processo di rigenerazione prevede differenti fasi tra cui:

- il pretrattamento della carica dell'olio usato e delle miscele oleose;
  - la distillazione flash dell'olio per l'eliminazione dell'acqua e dei composti leggeri;
  - la distillazione ed il frazionamento sotto vuoto spinto dell'olio per il recupero del fondo colonna bituminoso, del primo taglio di frazionamento e produzione dei successivi lubrificanti;
- l'assorbimento su carboni attivi dei gas incondensabili e la produzione di vapore a media pressione.

### 3.3 Dati economici e patrimoniali

In allegato 1 sono riportati i bilanci di esercizio abbreviati della PB Oil S.r.l. per gli anni 2010 e 2011.

I dati dei bilanci evidenziano che sin dall'esercizio 2009 l'impianto è stato sostanzialmente inattivo. Di conseguenza, i dati economici non esprimono l'effettiva potenzialità della società in termini di fatturato e margini.

### 4 Procedimento di valutazione

Come è noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione), debbono essere pertanto opportunamente scelti a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, si ritiene opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

## 4.1 Criteri di valutazione

### 4.1.1 Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili aventi utilità equivalente.

I criteri del costo sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi patrimoniali. Secondo tali metodologie, il valore è il risultato di una valutazione, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

### 4.1.2 Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo e sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

#### *(a) Metodi reddituali*

I metodi reddituali ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato). Il tasso utilizzato ai fini

dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio.

Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora, in generale, gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

#### *(b) Metodi finanziari*

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.

#### 4.1.3 Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

#### *(a) Metodi di borsa*

Il più noto, il metodo dei multipli di borsa, consiste nello stimare il valore corrente teorico dell'azienda oggetto di valutazione

considerando le indicazioni espresse dal mercato relativamente ad un campione di società quotate (comparabili o comparables) aventi un profilo di business ad essa assimilabile. In sintesi, tale metodo prevede l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto tra il valore che il mercato borsistico attribuisce ai comparables ed alcune grandezze economico patrimoniali della società da valutare ritenute significative. Il valore della società oggetto di valutazione risulta determinato mediante l'applicazione dei multipli di borsa, così calcolati, alle corrispondenti grandezze fondamentali della società stessa. Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

*(b) Metodi delle transazioni comparabili*

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari.

*(c) Metodi empirici*

I metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche) e che, per l'industria, possono individuarsi per esempio nel fatturato o nel numero di unità produttive e, per le banche, nel volume della raccolta o nel numero degli sportelli.

**4.1.4 Criteri misti**

I criteri misti si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali criteri sono di norma applicati mediante l'utilizzo dei metodi misti patrimoniali reddituali. Questi determinano il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività, rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale.

#### 4.2 Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione

L'individuazione dei criteri da adottarsi ai fini della determinazione del valore corrente teorico di un'azienda ha dato adito a soluzioni contrastanti. La valutazione di un'azienda si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- di **razionalità**, nel senso che essa deve derivare da un processo logico chiaro e convincente; e come tale largamente condivisibile;
- di **dimostrabilità**, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati comparabili;
- di **neutralità**, nel senso di escludere scelte meramente soggettive e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime;
- di **stabilità**, nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fattori contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

Tutto ciò premesso, nella scelta del metodo di valutazione occorre considerare gli elementi specifici propri del complesso aziendale da valutare.

Nel caso in esame, considerata:

- la sostanziale inattività dell'impianto sin dall'esercizio 2009 e la conseguente scarsa significatività dei dati economici e patrimoniali;
- l'indisponibilità di proiezioni economico finanziarie aggiornate elaborate dal management;

lo scrivente ha ritenuto di adottare come metodo per la determinazione del valore corrente teorico del ramo operativo di PB Oil S.r.l. il metodo dei multipli di borsa, applicato su una grandezza riferita al ramo che esprima le sue potenzialità economiche a regime.

## 5 La valutazione

### 5.1 Descrizione del metodo

Il metodo dei multipli di borsa consiste nello stimare il valore corrente teorico dell'azienda oggetto di valutazione considerando le indicazioni espresse dal mercato relativamente ad un campione (*panel*) di società quotate (*comparabili* o *comparables*) aventi un profilo di business ad essa assimilabile.

In sintesi, tale metodo prevede l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto tra il valore che il mercato borsistico attribuisce ai *comparables* ed alcune grandezze economico patrimoniali della società da valutare ritenute significative. Il valore della società oggetto di valutazione risulta determinato mediante l'applicazione dei multipli di borsa, così calcolati, alle corrispondenti grandezze fondamentali della società stessa.

Le principali fasi nell'applicazione del metodo dei multipli di borsa possono riassumersi come segue:

1 Scelta delle società comparabili, ossia identificazione di un campione di aziende dotate di sufficiente comparabilità (omogeneità) con l'azienda oggetto di valutazione.

2 Scelta dei moltiplicatori, ossia individuazione di opportuni rapporti tra:

– valori espressi dal mercato (“*equity value*” e/o “*enterprise value*”), e

– grandezze fondamentali delle aziende del campione considerato, quali Fatturato (Sales), Margine operativo lordo (Ebitda), Reddito operativo (EBIT), Reddito netto (E), Patrimonio netto contabile (BV), Cash flow (CF).

3 Calcolo dei multipli, ossia determinazione delle grandezze individuate in termini di valori espressi dal mercato (Prezzi, Market Cap.) e grandezze fondamentali (Sales, ebitda, Ebit, ecc.) ricorrendo in tale sede a:

– banche dati economiche e finanziarie;

– documenti societari (bilanci, presentazioni agli analisti, SEC filing, ecc.);

– analyst reports, emessi da prestigiose banche d'affari, società di intermediazione e di ricerca indipendenti.

4 Applicazione dei multipli, ovvero determinazione, sulla base dei multipli individuati, di un valore (ovvero di un range di valori) del capitale economico della società.

## 5.2 Determinazione delle grandezze

In conformità con la prassi professionale prevalente, è stato individuato quale indicatore di riferimento il rapporto Ev/Ebitda. Tale moltiplicatore, se opportunamente determinato, consente di effettuare una stima del capitale economico della società valutata che tenga conto dell'effettiva marginalità della società da valutare.

Il multiplo in esame esprime il rapporto tra *enterprise value* (ovvero valore al lordo della posizione finanziaria netta) ed Ebitda, ovvero la differenza tra valore e costi della produzione senza includere gli ammortamenti. Ne consegue che, applicando tale moltiplicatore all'Ebitda della società da valutare, si ottiene il valore operativo della stessa, cioè un valore che non tiene in considerazione il debito finanziario netto. Ai fini della stima del valore corrente teorico della società valutata (*equity value*), pertanto, il risultato ottenuto attraverso il multiplo va ridotto/incrementato della posizione finanziaria netta della società valutata alla data della stima.

Ciò premesso, nel caso in esame l'oggetto della valutazione è rappresentato dal ramo di azienda operativo della PB Oil S.r.l., ovvero da un perimetro di asset che non include debiti e crediti di natura finanziaria. Pertanto, l'*enterprise value* del ramo operativo di PB Oil S.r.l. coincide l'*equity value* dello stesso proprio a causa dell'assenza di debiti di natura finanziaria (nel caso specifico anche di crediti e debiti di altra natura). La stima, quindi, può essere effettuata attraverso la semplice applicazione del moltiplicatore all'Ebitda potenziale del ramo, secondo le modalità di seguito illustrate.

Con riferimento al multiplo Ev/Ebitda, alla luce della difficoltà riscontrata nel costruire un campione di società comparabili quotate, lo

scrittore ha preso a riferimento il multiplo risultante dalla transazione effettuata nel corso del 2011 tra Eni e l'azionista di maggioranza di Viscolube S.p.A. (principale player italiano del settore ed unica società comparabile quotata presso la borsa di Milano). Con l'operazione in oggetto, effettuata nell'ambito della cessione della Viscolube al fondo Stirling Square conclusa nel dicembre del 2011, Eni ha ceduto la propria quota di minoranza del 33,33% all'azionista di maggioranza della società, già proprietario del restante 66,66%, che ha successivamente venduto l'intero pacchetto azionario al fondo. Sulla base delle informazioni riscontrate, la quota in oggetto è stata ceduta per 32 milioni di euro. Considerando uno sconto di minoranza pari al 30%, in linea con la prassi di mercato, e prendendo a riferimento il valore medio dell'Ebitda di Viscolube S.r.l. nel periodo 2009-2011, si ottiene un multiplo Ev / Ebitda pari a 5,4x.

Ai fini della stima di un Ebitda teorico del ramo oggetto di valutazione, lo scrittore ha preso a riferimento i dati economici riferiti alla Viscolube S.p.A., tratti dai bilanci disponibili (2009, 2010 e 2011) ed ha effettuato una proporzione in funzione delle differenti capacità produttive dei rispettivi impianti. In particolare, per la Viscolube è stato considerato il dato medio del periodo 2009-2011 (circa 127 mila tonn.) mentre per il ramo operativo di PB Oil S.r.l. è stata presa a riferimento una produzione di 20 mila tonn. annue. E' stato in tal modo stimato un fatturato teorico attribuibile al ramo. Successivamente, si è proceduto alla stima di un Ebitda teorico del ramo sulla base dell'incidenza sul fatturato dell'Ebitda di Viscolube; il risultato è stato opportunamente ridotto per tenere conto della minore marginalità attribuibile al ramo ed al teorico canone di affitto degli impianti di Porto Terres, che sulla base delle informazioni ricevute risultano di proprietà di Olchima S.r.l.

La tabella seguente riepiloga la stima (dati economici in euro migliaia):

|  |         |
|--|---------|
| Lavorazione effettiva Viscolube, media 09-11 (tonn.) | 127.484 |
| Ricavi expected PB Oil (euro/000)                    | 15.598  |
| Ebitda margin Viscolube (media 09-11)                | 22,2%   |
| Riduzione per minore efficienza                      | 40%     |
| Ebitda margin PB Oil expected                        | 13,3%   |
| Canone affitto impianti                              | (350)   |
| Ebitda expected PB Oil (euro/000)                    | 1.729   |

### 5.3 Calcolo del valore

Applicando i parametri definiti nel precedente paragrafo, il valore operativo del ramo di azienda alla data di riferimento, corrispondente al valore economico dello stesso in assenza di debiti / crediti finanziari, sarebbe determinato come segue:

Enterprise Value Ramo = Multiplo Ev / Ebitda di riferimento x Ebitda

$$\text{PB Oil S.r.l} = 5,4 \times 1.729.000 = 9.358.000 \text{ euro}$$

Il valore sopra stimato, tuttavia, può essere riferibile ad una società / ramo d'azienda operativa ed a regime. In altri termini, la stima non tiene in considerazione la sostanziale inattività degli impianti della PB Oil S.r.l. e di conseguenza del business della Società sin dall'esercizio 2009. Tale fattore non può non incidere sensibilmente sul valore teorico attribuibile al ramo.

Pertanto, ai fini della presente valutazione, anche alla luce della prudenza che deve caratterizzare ogni stima peritale soprattutto se riferita ad asset con un mercato di transazioni estremamente limitato, lo scrivente ritiene necessario effettuare una sostanziale decurtazione del valore sopra determinato. Ciò, anche in considerazione del fatto che

alla data di stesura del presente elaborato non è possibile ipotizzare scenari di immediata ripresa della produzione e di rientro sul mercato. Applicando al valore teorico di cui in precedenza una decurtazione variabile tra il 40% e l'80%, si ottiene un range di valori che va da a 1,8 a 5,6 milioni di euro. A parere dello scrivente, l'estremo più elevato esprime una potenzialità del ramo oggetto di stima che, allo stato attuale, non è possibile indicare come un prudente valore di mercato. Date le vicissitudini sopra descritte, appare invece più ragionevole considerare quale valore riferibile al ramo per come si configura allo stato attuale, la parte inferiore dell'intervallo, pari all'incirca ad 1,8 milioni di euro. Tale stima conferma nella sostanza la stima indicata nel piano di concordato, pari ad euro 1,5 milioni.

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

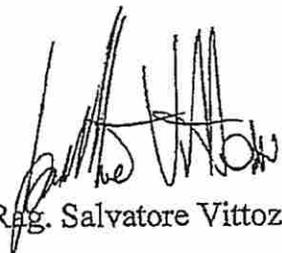
ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

## CONCLUSIONI

Nell'ambito dell'incarico ricevuto, con riferimento alle finalità della stima sopra riportate e sulla base della metodologia descritta nella presente relazione, lo scrivente determina il valore del ramo d'azienda operativo della PB Oil/S.r.l. alla data del 30 aprile 2013 in euro 1.800.000,00. Il valore ottenuto risulta sostanzialmente in linea con la stima indicata nel piano di concordato.

Roma, 7 giugno 2013



R. Salvatore Vittozzi

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it