



Dott. Francesco Palmieri

Dottore Commercialista - Revisore Contabile
Via G. Sanfelice n. 33 - 80134 Napoli
pec: francesco.palmieri@odcecnapoli.it



TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI TORRE ANNUNZIATA

SEZIONE FALLIMENTARE

FALLIMENTO N. 15/2021 - -



GIUDICE DELEGATO: DOTT.SSA ANNA LAURA MAGLIULO

**CURATORE: AVV. GIUSEPPE CANNAVALE; PROF. DOTT. FRANCESCO
CAPALBO**



RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLE AZIONI

RAPPRESENTATIVE DELLA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE SOCIALE

DELLA

SIRM UK MARINE LIMITED



1) PREMESSA	4
1.1) Glossario	4
1.2) Indipendenza del perito	5
2) FINALITÀ ED OGGETTO DELL'INCARICO	5
2.1) Data di riferimento della valutazione	6
3) DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E LIMITI DEL LAVORO	6
4) LA COSTITUZIONE E COMPAGINE SOCIALE DELLA SIRM UK.....	9
4.1) La cessione del pacchetto di azioni di minoranza e l'ineseguito preliminare di compravendita di pacchetto di maggioranza	9
5) IL BUSINESS DELLA SIRM UK.....	13
5.1) I dati economici, patrimoniali e finanziari	16
a) dati economici	16
b) dati patrimoniali	17
c) dati finanziari	19
d) personale dipendente	19
5.2) Alcune considerazioni e informazioni sui dati economici patrimoniali e finanziari della società	20
5.3) Alcune considerazioni sull'andamento nel mercato di riferimento	22
5.4) Altre informazioni assunte con colloqui con <i>il management</i> della società in valutazione	24
6) IL PROCEDIMENTO DI STIMA DEL VALORE DELLE "AZIONI IN VALUTAZIONE"	25
6.1) Il procedimento di stima del valore dell'azienda della "società in valutazione"	26
6.1.1) Criteri e metodologie di valutazione	26
6.1.1.1) Metodo patrimoniale	27
6.1.1.2) Metodo reddituale	28
6.1.1.3) Metodo finanziario	29
6.1.1.4) Metodi misti patrimoniali-reddituali o patrimoniali-finanziari	29
6.1.1.5) Metodi di confronto con il mercato	30
6.1.2) La metodologia/e scelta/e per la stima del valore dell'azienda della "società in valutazione"	30
6.1.3) Svolgimento della stima del valore dell'azienda della "società in valutazione"	34
6.1.3.1) Individuazione di un Orizzonte temporale di periodo esplicito per le previsioni	35
6.1.3.2) Individuazione dei Free cash flows unlevered	36
6.1.3.3) Individuazione del <i>Weighted Average Cost of Capital WACC</i>	39
6.1.3.4) L'attualizzazione al tasso WACC dei FCF per il periodo esplicito di previsione ⁴²	42
6.1.3.5) La stima del terminal value TV	42

6.1.3.6)	L'individuazione del Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method.....	43
6.1.3.7)	Il confronto tra il Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method ed i dati patrimoniali al 30.9.2024.....	43
6.1.3.8)	Il confronto del Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method con il più utilizzato multiplo EV/EBITDA	44
6.1.3.9)	La conclusiva stima del Valore economico del capitale	44
6.1.3.10)	L'individuazione della PFN	45
6.1.3.11)	La rappresentazione conclusiva dell'Equity Value E_qV stimato	45
6.2)	Consequente stima del valore delle "azioni in valutazione"	46
6.2.1)	Premio di maggioranza	46
6.2.2)	Conclusioni	47

INDICE DEGLI ALLEGATI	49
-----------------------------	----

1) Premessa

Il sottoscritto Dott. Francesco Palmieri, nato a Napoli il 2.9.1969, CF PLMFNC69P02F839J iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti per la Circoscrizione del Tribunale di Napoli, è stato designato dal Avv. Giuseppe Cannavale e dal Prof. Dott. Francesco Capalbo, nella loro qualità di curatori del Fallimento della -, con sede in - -, CF -, dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Torre Annunziata n.15/2021 dell'8 giugno 2021, tra l'altro (in **All.1** il provvedimento autorizzativo del GD del 29.05.2024 per il conferimento di incarico che include quello oggetto della presente relazione) **di individuare** «il valore di mercato da porre a base d'asta nella vendita competitiva avente ad oggetto la *“Partecipazione al 75% del capitale sociale della SIRM UK Marine Limited».*

1.1) Glossario

Di seguito:

- ✓ la - con sede in - -CF - verrà anche indicata come “-” e/o **“fallita società”** e/o **“fallita”**
- ✓ la procedura di fallimento della **“fallita società”** n.15/2021 pendente presso il Tribunale di Torre Annunziata verrà anche indicata come **“fallimento”** e/o **“procedura fallimentare”**
- ✓ l'Avv. Giuseppe Cannavale e il Prof. Dott. Francesco Capalbo, nella suddetta qualità di curatori della **“fallimento”** verranno anche indicati come **“curatela”** e/o **“curatela fallimentare”**;
- ✓ la SIRM UK Marine Limited, società di diritto inglese, con sede legale in 69-71 Haltwhistle Road, South Woodham Ferrers, Chelmsford, Essex, CM3 5ZA, iscritta al *Company Number* 10167736 della *Company House United Kingdom*, verrà anche indicata come **“SIRM UK Marine Limited”**, e/o **“SIRM UK”**, e/o **“società in valutazione”** e/o **“target della valutazione”** e/o semplicemente **“target”**;
- ✓ le azioni rappresentative della partecipazione al capitale sociale della **“società in valutazione”** verranno anche indicate come **“azioni”**;
- ✓ le **azioni** della **“società in valutazione”** detenute dalla **“fallita società”** verranno anche indicate come **“azioni in valutazione”**;

✓ il Programma di liquidazione del 6.12.2021 (**All.2**) depositato dalla “**curatela**” nel fascicolo della “**procedura fallimentare**” verrà semplicemente indicato anche come “**programma di liquidazione**”.

1.2) Indipendenza del perito

Il sottoscritto è Dottore Commercialista, iscritto alla Sezione A dell’Albo Professionale dell’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Napoli, al n. 2797 – Sezione A, e Revisore Legale, iscritto alla Sezione A del Registro dei Revisori Legali, al n. 97609 ed esercita l’attività professionale presso il proprio studio, in Napoli (Na), alla Via G. Sanfelice n.33.

Lo scrivente dichiara di essere indipendente non avendo mai ricevuto altri incarichi sia dalla **curatela**, sia dalla **fallita società** e/o da soci della stessa e/o da suoi esponenti aziendali, sia ancora dalla **società in valutazione** e/o da soci della stessa e/o da suoi esponenti aziendali, e comunque di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni che li riguardino.

2) Finalità ed oggetto dell’incarico

Come già anticipato in premessa la -

è stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Torre Annunziata n.15/2021 dell’8 giugno 2021. È dunque interesse della **curatela fallimentare** procedere alla liquidazione delle **azioni in valutazione** tenendo conto del «*prezzo di vendita da definirsi all’esito di una procedura di stima da parte di un esperto terzo da nominarsi*» (così viene esplicitamente rappresentato nel “**programma di liquidazione**”).

In tale prospettiva, quindi, risulta essere stata richiesta dalla **curatela** l’autorizzazione alla designazione dello scrivente consulente tecnico, appunto finalizzata ad **individuare**

«il valore di mercato da porre a base d’asta nella vendita competitiva avente ad oggetto la “Partecipazione al 75% del capitale sociale della SIRM UK Marine Limited».

La detta individuazione di **valore da porre a base d’asta** rappresenta dunque l’oggetto dell’incarico di cui alla presente relazione.

2.1) Data di riferimento della valutazione

Avuto riguardo alla già descritta finalità della valutazione oggetto del presente elaborato e tenuto conto della documentazione acquisita per lo svolgimento della stessa (cfr *infra* § 3), il sottoscritto ha ritenuto di poter assumere quale data di riferimento della valutazione in parola quella del 30 settembre 2024.

3) Documentazione esaminata e limiti del lavoro

Lo scrivente è addivenuto alla valutazione di seguito descritta svolgendo le relative analisi e considerazioni sulla base delle informazioni e della documentazione fornita dalla **curatela** nonché da soggetti da essi indicati (il riferimento è in particolare al dott. Tommaso Zottolo, direttore non esecutivo della **target** e all'Ing. Luca De Cesare, direttore esecutivo della stessa target) e reperiti presso i pubblici Uffici, e precisamente:

I) Documentazione generale:

- Total Annual Employees Cost November 2024 - SIRM UK
- Financials Summary YTD September 2024 and Outlook 2024 with Notes - SIRM UK
- Prima scrittura privata del 01.02.2019
- Seconda scrittura privata del 4.03.2019
- Terza scrittura privata del 24.04.2019
- Financials Summary YTD September 2024 and Outlook 2024 - SIRM UK
- Full Accounts 2022 - SIRM UK Marine Ltd
- Full Accounts 2021 - SIRM UK Marine Ltd
- Accordi di distribuzione - SIRM UK
- Top Customers - SIRM UK
- Tangible assets - SIRM UK
- P&L 2019-2024 - SIRM UK
- Documentazione disponibile sul portale della UK Company House

II) Documentazione inerente le classi di merito (All.12):

- a) **ABS** - CERTIFICATE OF RECOGNIZED SERVICE SUPPLIER
(15/08/2022 – 31/08/2025), Certificate number: 22-5415708-A

- b) **ABS** - CERTIFICATE OF RECOGNIZED SERVICE SUPPLIER (15/08/2022 – 31/08/2025), Certificate number: 22-5415708-B
- c) **ABS** - CERTIFICATE OF RECOGNIZED SERVICE SUPPLIER (15/08/2022 – 31/08/2025), Certificate number: 22-5415708-C
- d) **BUREAU VERITAS** – CERTIFICATE OF APPROVAL: Approving a Supplier engaged in annual performance testing of Automatic Identification system (AIS) (06/09/2022 – 06/09/2025)
- e) **BUREAU VERITAS** – CERTIFICATE OF APPROVAL: Approving a Radio Service Supplier for the Supply of Inspection Services on Ships and Mobile Offshore Units (06/09/2022 – 06/09/2025)
- f) **BUREAU VERITAS** – CERTIFICATE OF APPROVAL: Approving a Supplier engaged in annual performance testing of Voyage Data Recorder (VDR) and/or Simplified Voyage Data Recorder (S-VDR) on Ships classed with the Society, (06/09/2022 – 06/09/2025)
- g) **NIPPON KAIJI KYOKAI** - CERTIFICATE OF APPROVAL FOR FIRMS ENGAGED IN INSPECTION AND TESTING OF RADIO COMMUNICATION EQUIPMENT (30/10/2020 – 26/03/2025), Certificate number: 20EQ1236RC
- h) **NIPPON KAIJI KYOKAI** - CERTIFICATE OF APPROVAL FOR FIRMS ENGAGED IN PERFORMANCE TESTS OF VOYAGE DATA RECORDERS (30/10/2020 – 26/03/2025), Certificate number: 20EQ1237VT
- i) **DNV - APPROVAL OF SERVICE SUPPLIERS:** Annual performance testing of voyage data recorders and simplified voyage data recorders, in accordance with Class Programme DNV-CP-0626 (03/04/2023 – 02/04/2026), Certificate No: AOSS0000C01
- j) **LR COMBINED CERTIFICATE RADIO** - LLOYD'S REGISTER APPROVED SERVICE SUPPLIER (06/11/2022 – 05/11/2025), Certificate No: LR22449416AS
- k) **RINA** - CERTIFICATE OF APPROVAL OF SERVICE SUPPLIER (05/07/2021 – 28/06/2024), CERTIFICATE NO. 2021XU01296

Il presente elaborato tiene quindi conto esclusivamente della documentazione sopra indicata e i risultati a cui lo scrivente è giunto sono riferibili alla medesima documentazione.

Lo scrivente, inoltre, ritiene opportuno fare presente che le conclusioni contenute nella relazione devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

- ✓ la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche di mercato attuali e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può essere non tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico finanziario;
- ✓ la stima non tiene conto della possibilità di verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile;
- ✓ l'incarico non prevede attività di revisione contabile;
- ✓ i dati contabili che sono stati forniti al sottoscritto sono stati assunti come affidabili e privi di errori rilevanti;
- ✓ in altri termini i documenti forniti al sottoscritto sono tutti assunti (senza che al riguardo siano state svolte verifiche da chi scrive) come: a) conformi agli originali; b) attendibili; c) completi; d) corretti; e) corrispondenti al vero; f) non fuorvianti; g) non oggetto di manipolazione.
- ✓ nulla di quanto contenuto nella relazione va ritenuto una promessa o una rappresentazione di risultati futuri del complesso aziendale e dei rami d'azienda in cui esso si articola;
- ✓ le conclusioni cui lo scrivente è pervenuto poggiano su un complesso di considerazioni rappresentate in sintesi nella presente relazione e pertanto nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- ✓ al pari di qualsiasi altra valutazione qui descritta: (i) rimane un lavoro di stima, il quale peraltro concerne solo le finalità per cui esso viene svolto ed alla data cui si riferisce; (ii) si fonda su assunzioni di base che ne definiscono la portata e ne individuano le variabili e che, sfuggendo alla prevedibilità del valutatore, sono definite dall'inizio ed assunte come condizioni date.;
- ✓ in caso di successiva emersione di documentazione rilevante che non sia stata posta all'attenzione dello stimatore, le conclusioni rappresentate nel prosieguo del presente elaborato potrebbero non essere utilizzabili per le sopra descritte finalità del presente documento.

4) La costituzione e compagine sociale della SIRM UK

La **SIRM UK** risulta costituitasi in data 6 maggio 2016, (Incorporated on 6 May 2016 come risulta dal portale Companies House UK¹).

Alla data di redazione del presente documento la compagine sociale risulta così composta:

- dalla **SIRM -** - detentrica del 75 % del capitale sociale della **società in valutazione**;
- dalla - con sede in -
-

Il tutto con un capitale sociale di 2.928.100 sterline inglesi suddiviso come segue in azioni da una sterlina ciascuna:

	N.azioni	Valore in £	% part.
SIRM - -----	2.196.075	2.196.075	75%
-	732.025	732.025	25%
Totale	2.928.100	2.928.100	100%

In proposito si rappresenta che, fino al febbraio dell'anno 2019 (sostanzialmente da poco dopo la suddetta costituzione della **società**) la sua compagine sociale è stata costituita esclusivamente dalla **SIRM -**, che

poi, tra il febbraio ed il del marzo 2019, ha trasferito il 25% delle azioni alla -
- (medesima società, - che nell'aprile 2019 ha contratto

l'affitto dell'azienda della **fallita**), la quale, a sua volta, le ha poi trasferite alla sua correlata - che nel giugno del 2022 è andata a fondersi per incorporazione nell'attuale detentrica del 25% del sopra richiamato pacchetto azionario (appunto la -.

Sugli atti di cessione del pacchetto del 25% di minoranza azionaria lo scrivente ha svolto un breve approfondimento che si va di seguito ad illustrare.

4.1) La cessione del pacchetto di azioni di minoranza e l'ineseguito preliminare di compravendita di pacchetto di maggioranza

Tra **SIRM -**, e la -

anteriormente al fallimento della prima, sono intervenuti i seguenti atti aventi proprio ad oggetto le azioni della **SIRM UK**. Segnatamente:

¹ Questo link alla pagina <https://find-and-update.company-information.service.gov.uk/company/10167736>

i) una prima scrittura privata del 1 febbraio 2019 (**All. 3**)

Con tale scrittura la **SIRM** - -ha ceduto alla - azioni pari al 15% del capitale sociale della **SIRM UK**. Il prezzo è stato convenuto nell'ammontare di euro 270.000,00. Inoltre, era previsto che il prezzo finale della vendita potesse subire un'“*oscillazione limitata, che sarà comunque contenuta entro i tassativi limiti di una forbice ricompresa tra un minimo di 250.000,00 euro ed un massimo di 300.000,00*”; e che “*in caso di prezzo maggiore di 270.000,00 euro, la differenza sarà pagata con le medesime modalità entro i successivi sette giorni dalla ricezione della perizia della società di revisione. In caso di prezzo inferiore a 270.000,00 euro, la differenza sarà regolata mediante compensazione sul prezzo per l'acquisto del successivo 85% della Società*”.

Con tale scrittura veniva anche previsto l'impegno della -
- a “*non utilizzare e non divulgare a terzi notizie, informazioni e dati riservati e/o know-how, né assumerà personale della Società, quantomeno fino all'acquisizione del restante 85% del capitale sociale di SIRM UK Marine Limited*”.

ii) una seconda scrittura privata del 4 marzo 2019 (**All. 4**)

Con tale scrittura la **SIRM** - -ha ceduto alla - azioni pari al 10% del capitale sociale della **SIRM UK**.

Il prezzo è stato convenuto nell'ammontare di euro 180.000,00. Inoltre, è stato previsto che il prezzo finale della vendita potesse subire un'“*oscillazione limitata, che sarà comunque contenuta entro i tassativi limiti di una forbice ricompresa tra un minimo di 150.000,00 euro ed un massimo di 200.000,00*”; e che “*in caso di prezzo maggiore di 180.000,00 euro, la differenza sarà pagata con le medesime modalità entro i successivi sette giorni dalla ricezione della perizia della società di revisione. In caso di prezzo inferiore a 180.000,00 euro, la differenza sarà regolata mediante compensazione sul prezzo per l'acquisto del successivo 75% della Società*”.

Con tale scrittura veniva anche previsto l'impegno della -
- a “*non utilizzare e non divulgare a terzi notizie, informazioni e dati riservati e/o know-how, né assumerà personale della Società, quantomeno*”.

fino all'acquisizione del restante 75% del capitale sociale di SIRM UK Marine Limited".

iii) una terza scrittura privata del 24 aprile 2019 (**All. 5**)

Detta scrittura configura un preliminare di compravendita del restante 75% delle azioni della **SIRM UK**.

Con esso, tra le varie:

a) si dava atto:

- che il **Promissario Acquirente** (la -)

aveva già acquistato prima il **15%** delle azioni della **SIRM UK** al prezzo di euro 270.000,00 e successivamente il **10%** delle stesse azioni al prezzo di euro 180.000,00; e quindi azioni per un totale complessivo pari al **25%** del totale delle azioni della **SIRM UK**, al prezzo di euro 450.000,00;

- che il **Promittente Venditore** (la **SIRM - -**

-) aveva manifestato il proprio interesse a vendere la restante quota del 75% della partecipazione al capitale sociale della **SIRM UK**, mentre il **Promissario Acquirente** aveva manifestato il proprio interesse all'acquisto;

- che il **Promittente Venditore** stava valutando l'opportunità di accedere a una procedura Concorsuale, sia essa un Concordato Preventivo o un Accordo di Ristrutturazione.

- che il **Promissario Acquirente** era disposto a sostenere l'impegno finanziario, anche assumendo in futuro la gestione diretta della **SIRM UK**, ferma restando la volontà di non ostacolare le eventuali procedure a farsi.

b) si conveniva che la **SIRM - -**

- prometteva di vendere alla - (che prometteva di acquistare) azioni per il 75% del capitale sociale della Società **SIRM UK**;

c) si conveniva il prezzo di tali azioni in euro **1.350.000,00** (e così, si sarebbe completato il trasferimento dell'intero pacchetto

azionario al prezzo complessivo di euro **1.800.000,00** per il **100%** del capitale di SIRM UK);

- d) si prevedeva la seguente **condizione risolutiva**: *“l’efficacia del presente contratto è sottoposta alla condizione risolutiva del mancato rilascio entro il 30 Maggio 2020 da parte del competente tribunale dell’autorizzazione a stipulare il contratto definitivo di compravendita della cessione delle quote così come nel presente atto convenuta”*;
- e) si prevedeva poi che *“ogni eventuale modifica del presente atto, anche inerente la sua fase esecutiva, oltre che ogni ipotesi di scioglimento e/o risoluzione dello stesso, dovrà essere concordata, a pena di invalidità e/o inefficacia, in forma scritta, restando, quindi, espressamente convenuta l’esclusione di ogni rilevanza di eventuali volontà non manifestate per iscritto, ivi comprese tutte le ipotesi di comportamento tacito o concludente”*.

In relazione a tali scritture lo scrivente osserva che:

- I) risulta verificatasi la condizione risolutiva prevista nella scrittura del 24.4.2019 (quella di cui sub “d”); lo scrivente non sa tuttavia se la promissaria acquirente abbia comunicato alla promittente venditrice il verificarsi di tale condizione, ma ad ogni modo la stessa non scrittura non può più, secondo il sottoscritto, vincolare la parte del promissario acquirente;
- II) le condizioni di mercato dall’epoca di redazione delle stesse all’attualità sono radicalmente cambiate e, di recente, in modo peraltro molto repentino in considerazione in particolare del periodo Covid e soprattutto della non preventivabile drammatica guerra in Ucraina;
- III) anche quindi le performance economiche consuntive e previsionali per la **società target della valutazione** sono totalmente modificate;
- IV) pertanto, i prezzi convenuti in tali, anche volendo prescindere dal contesto in cui gli stessi inquadravano (la prospettiva del concordato preventivo della **SIRM - -**), non possono essere più considerati rappresentativi del valore all’attualità del pacchetto azionario della **SIRM UK**.

5) Il Business della SIRM UK

La **SIRM UK** risulta svolgere attività di fornitura e manutenzione di apparecchiature elettroniche marine per la navigazione, la sicurezza, la comunicazione, e la fornitura di servizi di trasmissione (satellitare) dati e voce, sia in ambito regolamentato e deregolamentato, a navi mercantili e yacht da diporto sia nel mercato del Regno Unito che in quelli esteri.

Secondo quanto riportato nelle note dell'ultimo bilancio dalla stessa depositato (bilancio al 31.12.2023 in **All. 6**) per garantire la crescita e la stabilità futura, la **target** ha continuato a investire:

- nella forza lavoro a livelli chiave dell'azienda, sia assumendo personale specializzato, che formandolo;
- in sistemi IT moderni ed efficaci e applicazioni a livello ERP;
- nella progettazione di nuove soluzioni innovative e integrazione di sistemi per il mercato (nei limiti di quanto è stato possibile).

Sempre nelle note al bilancio al 31.12.2023 depositato dalla **società in valutazione**, si legge che nonostante il 2023 sia stato ancora sfidante a causa della trasformazione del mercato e della carenza di risorse tecniche specializzate, i suoi Amministratori sono soddisfatti delle *performance* e rimangono fiduciosi per l'andamento e ritengono che la **SIRM UK** abbia un bilancio solido che poggia su buoni flussi di cassa rinvenibili dalle attività operative.

Ciò posto, entrando più nel dettaglio, lo scrivente ha richiesto alla stessa **SIRM UK** una più specifica descrizione delle attività dalla stessa svolte; descrizione che si riporta nel riquadro che segue come appunto ricevuta dal *management* della medesima **società in valutazione**:

Attività svolta dalla società SIRM UK

La società è un fornitore di soluzioni (prodotti e servizi di installazione, supporto, manutenzione e integrazione) per la Navigazione, Comunicazione e Sicurezza delle navi nel settore marittimo ("*Maritime*") nel Regno Unito e nel mondo (in gergo di settore "*marine electronics*").

In particolare, le attività svolte sono:

- **vendita e installazione di apparati e soluzioni per la Navigazione** (es.: radar; ECDIS-sistemi di navigazione in tempo reale su carte nautiche elettroniche; sistemi di pilota automatico; sistemi bussola; etc.), la **Comunicazione** (es. apparati radio VHF/UHF, stazioni GMDSS, impianti satellitari e antenne; etc.) e la **Sicurezza** (es. EPIRB-sistemi galleggianti di segnalazione per richiesta soccorso; VDR: la "scatola nera" per le navi; etc.) delle flotte navali.

- **servizi di integrazione sistemistica** dei suddetti sistemi nel ponte di comando nave (*system bridge integration*);
- **servizi di manutenzione** dei suddetti sistemi, on demand ovvero programmata in base a specifici contratti di servizio;
- **interventi di ispezione, supporto, aggiornamento e manutenzione previsti da leggi, regolamenti e standards di settore** - tipicamente ma non necessariamente internazionali - che disciplinano il traffico navale e la navigazione onde una nave possa navigare in piena compliance.

La società, inoltre, è un **satellite telecommunication provider** accreditata come Accounting Authority in UK e molti altri paesi, ossia fornisce una gamma completa di prodotti e servizi di telecomunicazione satellitare mobile, ivi incluso il traffico voce e la connettività dati (cd. "**airtime**") comprando soluzioni e banda satellitare "wholesale" dagli operatori di rete satellitare e rivendendola quale operatore virtuale di rete autorizzato.

Infine, la società allestisce **soluzioni personalizzate di ICT** (Information&Communication Technology) **per il bordo nave** quali, a titolo esemplificativo: reti wireless, telefonia privata, sistemi di video-sorveglianza, apparati di rete, etc.

La grande maggioranza di quanto sopra viene fornito in un regime fortemente regolato (in passato, su base concessione governativa) ossia in base alle **leggi, regolamenti e standards nazionali e internazionali** vigenti, emanati dai governi nazionali e dagli organismi internazionali regolatori di settore cui i vari stati nazionali aderiscono (per citare un esempio: la **SOLAS** – Safety Of Life At Sea ovvero la Convenzione internazionale per la salvaguardia della vita umana in mare, emanata dall' IMO-International Maritime Organization, è il principale e più importante corpus normativo che influenza tutto il settore maritime).

I clienti tipici di SIRM UK sono compagnie di navigazione commerciale, crocieristica e trasporto passeggeri, società armatoriali o di gestione di flotte; cantieri navali; grandi yacht, chartering; aziende del settore pesca con flotte professionali dedicate.

I segmenti di mercato possono schematizzarsi come segue:

- Commercial – flotte mercantili (portacontainer, navi cisterna, cargo, etc.); rimorchiatori e draghe; navi di ricerca scientifica; navi da crociera; traghetti di linea e trasporto passeggeri;
- Leisure – megayacht e imbarcazioni turistiche
- Shipyards – cantieri navali e bacini di manutenzione
- Fishing – flotte professionali pescherecci
- Energy – piattaforme petrolifere ed eoliche offshore; flotte di supporto al settore Oil&Gas; etc.

SIRM UK opera con propri tecnici qualificati variamente dislocati nelle numerose sedi nei pressi dei principali porti della costa del Regno Unito, inclusa Irlanda del Nord.

Le attività all'estero - molto frequenti poiché le navi di tanti clienti navigano su rotte globali - sono svolte dallo stesso personale ovvero ci si avvale di una rete di assistenza indiretta world-wide costituita da società di varia dimensione

come SIRM UK in corrispondenza di mutua partnership commerciale. Tali società, rappresentano sia clienti che fornitori per SIRM UK e viceversa.

I fornitori tipici di SIRM UK sono:

- i produttori degli apparati di riferimento nel settore (multinazionali o aziende mitteleuropee, USA e Oriente asiatico) che tipicamente vendono con una rete di distributori locali/internazionali di cui SIRM UK fa parte (es.: JRC, Intellian);
- i grandi operatori internazionali di telecomunicazioni satellitari con cui SIRM UK ha accordi licenza/distribuzione/rivendita (es.: Inmarsat);
- le società di marine service analoghe della rete di assistenza indiretta, come sopra accennato

L'headquarter di SIRM UK è South Woodham Ferrers (Chelmsford), circa 25 miglia a est di Londra.

La società è inoltre presente con 14 uffici locali (da service point a branch più articolate) presso le principali località portuali della costa britannica (vedasi figura seguente) costituendo la più grande e meglio distribuita rete di assistenza tecnica nel Regno Unito per i sistemi di Navigazione, Comunicazione e Sicurezza per gli operatori navali.



In ordine alle modalità di direzione e governo dell'attività d'impresa si ritiene opportuno rappresentare che da quanto evincibile dalla pagina pubblica del portale della **UK Company House** riferita alla **SIRM UK**, la stessa risulta aver adottato un modello statutario standard. Vale a dire, nello specifico, che la **SIRM UK** ha adottato il c.d. "model articles"

e dunque il funzionamento della **società in valutazione** risulta essere regolato interamente dalla disciplina legale e quindi segnatamente dal modello statutario previsto nell'ordinamento UK le società per azioni (**Ltd by Shares**)

I wish to entirely adopt the following model articles: Private (Ltd by Shares)

Detto modello statutario, che comunque è agevolmente reperibile sul web (si invitano i lettori della presente relazione ad approfondire e verificare direttamente le regole di tale modello statutario, declinando lo scrivente ogni responsabilità sulle sintetiche sommarie informazioni orientative qui al riguardo rappresentate), risulta prevedere larga autonomia decisionale per i *directors* (di fatto l'organo amministrativo e di direzione), i quali a loro volta possono essere nominati dall'assemblea dei soci con "*risoluzione ordinaria*" (sostanzialmente corrispondente alla "nostra" assemblea ordinaria dei soci; nello specifico comunque l'espressione risulta avere il significato alla stessa attribuita nella sezione 282 del *Companies Act 2006*); ed inoltre, salvo errore di chi scrive, con "*risoluzione speciale*" (l'espressione risulta avere il significato alla stessa attribuita nella sezione 283 del *Companies Act 2006*) che può essere assunta con una maggioranza non inferiore al 75% degli aventi diritto al voto, gli azionisti possono indirizzare i *directors* a intraprendere o astenersi dall'intraprendere un'azione specificata.

5.1) I dati economici, patrimoniali e finanziari

In ordine ai bilanci della **società in valutazione** di seguito vanno ad esporsi i dati economici, patrimoniali e finanziari, desumibili dai prospetti riclassificati di bilancio trasmessi allo scrivente riconciliabili con i bilanci stessi (al 30.9.2024 con *forecast* al 31.12.2024 – **All. 7**; al 31.12.2023 – **All. 6 cit.**, bilancio al 31.12.2022 – **All. 8** e bilancio al 31.12.2021 in **All. 9**).

a) dati economici

Di seguito un prospetto con i dati economici consuntivati dalla **target** (gli importi sono indicati in sterline inglesi) nei bilanci dal 2021 al 2024 opportunamente riclassificati (per il 2024, al 30.9.2024 con *forecast* previsionale al 31.12.2024):

PROFIT & LOSS SIRM UK					
	2024 YTD SEPT	FORECAST 2024	31 DEC 2023	31 DEC 2022	31 DEC 2021
	£	£	£	£	£
NET SALES	4.579.619,00	6.071.996,00	7.691.092,00	7.615.441,00	7.829.734,00
COST OF NET SALES	(3.378.500,00)	(3.023.814,00)	(4.366.242,00)	(4.119.832,00)	(4.059.563,00)
GROSS PROFIT	1.201.119,00	3.048.182,00	3.324.850,00	3.495.609,00	3.770.171,00
LABOUR COST	(1.250.448,00)	(2.322.721,00)	(2.389.829,00)	(2.515.258,00)	(2.741.309,00)
OTHER OPERATING EXPENSES	0,00	(765.523,00)	(683.365,00)	(749.159,00)	(702.631,00)
GAIN/(LOSSES) ON EXCHANGE		(20.026,00)	96.246,00	76.681,00	(21.487,00)
EBITDA	(49.329,00)	(60.088,00)	347.902,00	307.873,00	304.744,00
DEPRECIATION & AMORTISATION	(201.669,00)	(268.735,00)	(297.343,00)	(304.828,00)	(321.801,00)
EBIT	(250.998,00)	(328.823,00)	50.559,00	3.045,00	(17.057,00)
EXTRAORDINARY CHARGES AND WRITE OFF	11.576,00	(2.269,00)	(86.402,00)	44.766,00	113.919,00
INTERESTS	(13.695,00)	(18.398,00)	(28.318,00)	(24.997,00)	(16.293,00)
OTHER COSTS	(2.119,00)	(20.667,00)	(114.720,00)	19.769,00	97.626,00
NET PROFIT/LOSS	(253.117,00)	(349.490,00)	(64.161,00)	22.814,00	80.569,00

b) dati patrimoniali

Di seguito un prospetto con i dati patrimoniali consuntivati dalla **target** nei bilanci dal 2021 al 2024 (per il 2024, al 30.9.2024) – gli importi sono indicati in sterline inglesi):

BALANCE SHEET				
	YTD SEPT. 2024	31 DEC. 2023	31 DEC. 2022	31 DEC. 2021
Non Current Assets	£	£	£	£
INTANGIBLE FIXED ASSETS	407.997	393.922	331.290	337.842
TANGIBLE FIXED ASSETS	828.443	983.993	1.247.552	1.408.568
TOTAL NON CURRENT ASSETS	1.236.440	1.377.915	1.578.842	1.746.410
Current Assets				
STOCKS AND WIP	696.006	858.887	613.390	436.219
TRADE AND OTHER DEBTORS	1.949.270	2.099.555	2.102.584	1.778.267
CASH AND CASH EQUIVALENTS	128.227	204.324	156.252	309.724
TOTAL CURRENT ASSETS	2.773.503	3.162.766	2.872.226	2.524.210
TOTAL ASSETS	4.009.943	4.540.681	4.451.068	4.270.620
Current liabilities				
TRADE PAYABLES	934.745	1.156.601	1.530.848	1.096.991
TOTAL OTHER CREDITORS	1.513.922	1.486.353	846.831	987.778
SHORT TERM BORROWINGS	100.000	100.000	119.836	135.275
TOTAL CURRENT LIABILITIES	2.548.667	2.742.954	2.497.515	2.220.044
NET CURRENT ASSETS/ (LIABILITIES)	224.836	419.812	374.711	304.166
Non Current Liabilities				
LONG TERM BORROWINGS	83.334	166.667	258.333	378.169
TOTAL NON CURRENT LIABILITIES	83.334	166.667	258.333	378.169
TOTAL LIABILITIES	2.632.001	2.909.621	2.755.848	2.598.213
Total Assets/Liabilities: Equity	1.377.942	1.631.060	1.695.220	1.672.407
<u>Capital and reserves</u>				
SHARE CAPITAL	2.928.100	2.928.100	2.928.100	2.928.100
RETAINED LOSS/(PROFIT)	(1.297.040)	(1.232.880)	(1.255.693)	(1.336.261)
CURRENT YEAR LOSS/(PROFIT)	(253.118)	(64.160)	22.813	80.568
SHAREHOLDERS' FUNDS (NET ASSETS)	1.377.942	1.631.060	1.695.220	1.672.407

c) dati finanziari

La posizione finanziaria netta è esposta nella situazione infrannuale al 30.9.2024 (**All. 7 cit.**) come di seguito rappresentato (importi in sterline inglesi):

Posizione Finanziaria Netta

	2024 Sept.	2023
Short term financial debt	100.000	100.000
Long term financial debt	83.334	166.667
Total financial debt (Debt)	183.334	266.667
Cash and cash equivalents	128.227	204.324
Short Term Net Financial Position	28.227	104.324
NET FINANCIAL POSITION	-55.107	-62.343



Si rappresenta poi nella tabella che segue il riepilogo dei *cash flows* consuntivati nei bilanci dal 2021 al 2023 (gli importi sono indicati in sterline inglesi):

	2023	2022	2021
Cash generated from operations	370.710	167.407	135.291
Interest paid	(28.318)	(24.997)	(16.293)
Net cash from operating activities	342.392	142.410	118.998
Net cash used in investing activities	(182.818)	(160.607)	(31.132)
(Repayments)/Proceeds from borrowings: net cash from financing activities	(111.502)	(135.275)	(75.622)
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	48.072	(153.472)	12.244

d) personale dipendente

Secondo quanto riportato nelle note ai bilanci al 31.12.2023 e 31.12.2022, alle medesime date, la forza lavoro della “**target della valutazione**” risultava composta come segue, per il costo pure di ivi di seguito rappresentato:

Production and sales
Management and administration

2023
No.
32
16
48

2022
No.
35
15
50

aggregate payroll costs of the above were:

ASTE
GIUDIZIARIE®
Wages and salaries

Year to 2023
£
2,373,479
2,373,479

Year to 2022
£
2,491,231
2,491,231

A tale costo va altresì aggiunto quello per i *directors* del *board* :

Year to 2023
£

Year to 2022
£

Remuneration

121,018

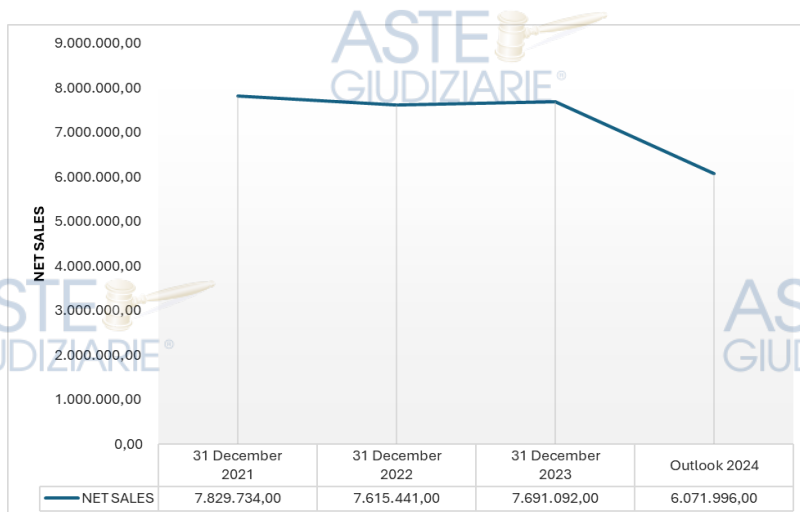
119,264

In allegato (**All. 10**) alla presente relazione è riportato un riepilogo (non nominativo ma per mansioni) del personale attualmente in forza il cui costo, in relazione a una più recente riduzione di organico, si è ridotto a complessivi circa 2mln di sterline inglesi.

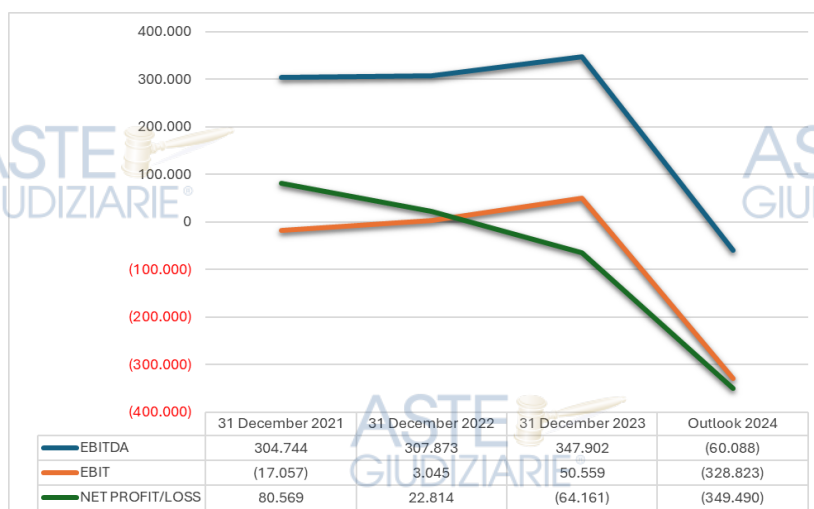
5.2) Alcune considerazioni e informazioni sui dati economici patrimoniali e finanziari della società

I dati di bilancio sopra richiamati inducono a svolgere le seguenti considerazioni:

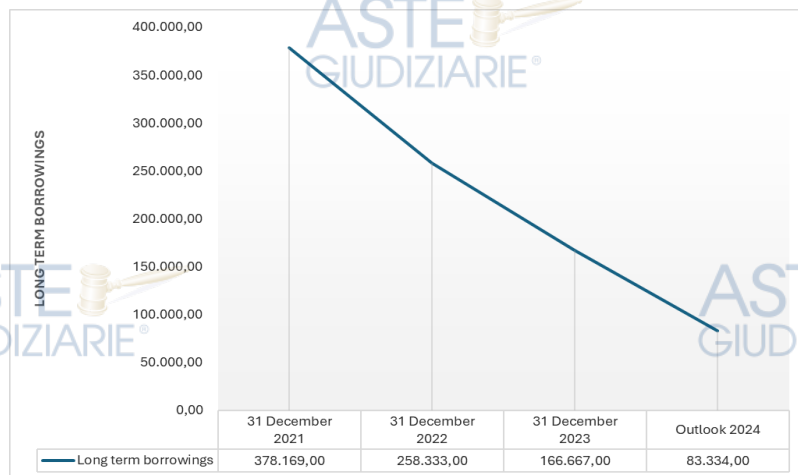
- nell'anno in corso (il 2024) risulta che la **target** stia registrando un sensibile decremento dei propri volumi di affare:



- ii) tale decremento risulta stia comportando altresì risultati economici negativi:



- iii) tale decremento di *performances* appare correlato alla rigidità dei costi fissi, *in primis* quelli del costo del personale dipendente, che in presenza di una riduzione di fatturato sono rimasti temporaneamente costanti;
- iv) al contempo negli anni la **target** è riuscita a rientrare di quasi la totalità del debito bancario che risulta dalla stessa essere stato contratto in passato:



- v) dai colloqui avuti con il *management* della **società in valutazione** è emerso che le immobilizzazioni immateriali sono rappresentate in particolare da software e sistemi informativi e che le immobilizzazioni materiali (in **All. 11** il relativo elenco) sono in significativa parte costituite da apparecchiature che vengono montate e concesse in noleggio a società clienti, non di rado poi vendute alle stesse allo spire del termine di relativi contratti di servizi di assistenza, monitoraggio e manutenzione.

5.3) Alcune considerazioni sull'andamento nel mercato di riferimento

Per lo svolgimento dell'incarco affidatogli, chi scrive ha, tra le varie, ritenuto di acquisire informazioni in ordine all'andamento del mercato di riferimento della **Società**.

Da quanto lo scrivente ha preso in esame² è emerso che il settore della fornitura e manutenzione di apparecchiature elettroniche marine appare settore in evoluzione ed in espansione, guidato da una crescente domanda di soluzioni tecnologiche avanzate per la navigazione, la comunicazione, la sicurezza, e i servizi di trasmissione dati.

Il mercato globale delle apparecchiature di navigazione e comunicazione marine risulta stimato a **4,64 miliardi di dollari nel 2024**, con un **CAGR del 5,55% previsto**

² Queste le fonti:

<https://www.i-com.it/2024/09/13/navigazione-satellitare-italia/>

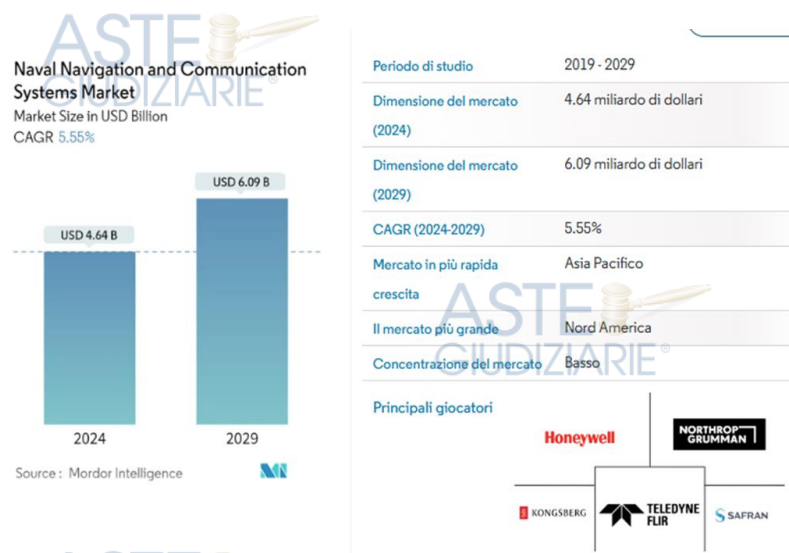
<https://www.mordorintelligence.it/industry-reports/naval-navigation-and-communication-systems-market>

<https://www.gminsights.com/it/industry-analysis/marine-onboard-communication-and-control-systems-market>

<https://www.gminsights.com/it/industry-analysis/maritime-satellite-communication-market>

fino al 2029, raggiungendo circa 6,09 miliardi di dollari. Le innovazioni tecnologiche e la digitalizzazione appaiono essere i principali *driver* della crescita.

Di seguito un grafico che sintetizza le informazioni di cui sopra tratto dal sito www.mordorintelligence.it:



Si rappresenta ancora, quanto all'evoluzione tecnologica del settore, che nel segmento della comunicazione satellitare le antenne a banda larga (ad esempio Ku e Ka) hanno rappresentato un fattore di successo grazie alla loro capacità di garantire connettività ad alta velocità anche in mare aperto; ad essa vengono abbinati dispositivi IoT (sensori/dispositivi che comunicano con i clouds) per il monitoraggio e la manutenzione predittiva.

Si tratta cioè di sistemi connessi che permettono di analizzare dati in tempo reale, migliorando sicurezza ed efficienza operativa in navigazione; e di sistemi avanzati per la diagnostica remota e l'automazione che riducono i tempi di fermo e i costi di manutenzione.

Va detto poi che in tale mercato agiscono *players* particolarmente forti e strutturati quali *Marlink*, *Inmarsat*, e *Viasat*, *Iridium* che forniscono, in particolare, le infrastrutture satellitari di comunicazione tecnologie affidabili e monitoraggio in tempo reale. Ad oggi, tra essi si è affacciato con grandi risultati e aspettative ancora maggiori l'operatore *Starlink* (Elon Musk) con le nuove tecnologie LEO (*Low Orbit Earth*).

5.4) Altre informazioni assunte con colloqui con il *management* della società in valutazione

Lo scrivente per lo svolgimento dell'incarico per il quale è resa la presente relazione ha incontrato l'Ing. Luca De Cesare, *executive director* della **target**.

Di seguito si riferiscono alcune delle informazioni più significative che lo scrivente ha acquisito a seguito dei colloqui con il citato *manager*:

- ✓ il mercato UK ha accusato sia la Brexit (che è stato riferito avere inciso sulle quote pesca e dunque sui clienti del ramo *fishing* e con l'aumento dei costi di esportazione anche per dazi), sia la concorrenza degli operatori internazionali più solidi già richiamati nel superiore paragrafo del presente elaborato;
- ✓ si è poi aggiunto il caro *fuel* / caro energetico conseguente alla guerra in Ucraina con un impatto particolarmente significativo sui costi degli operatori del settore (e con una riduzione della disponibilità di spesa di alcuni clienti);
- ✓ inoltre la **società in valutazione** è stata penalizzata dal fallimento del suo socio di maggioranza; ciò in quanto (la circostanza in effetti è agevolmente comprensibile) tale situazione ha precluso possibilità di sviluppo e di ampliamento (anche con ricorso a mezzi propri dei soci) e quindi si è trovata in condizione di “*sospensione strategica*” nel senso che ha dovuto limitare gli investimenti a quanto possibile con l'autofinanziamento e si è cioè dovuta muovere in un “*orizzonte tattico e non strategico*”; con gestione meramente difensiva; ed inoltre la sola indicazione nei pubblici registri del fallimento del socio di maggioranza pregiudica l'accesso al credito bancario;
- ✓ in siffatto contesto, combinato con la quasi piena occupazione tipica del mercato del lavoro UK e la forte flessibilità dello stesso, si sono anche verificate uscite dall'organico di quota parte di personale qualificato;
- ✓ rimangono tuttavia, a parere del *management*, punti di forza su cui poter far leva, con gli opportuni investimenti, per il rilancio della **target**, tra cui in particolare:
 - i) la circostanza che si tratta di azienda “storica” (di fatto anch'ella “erede” di quelle fondate da Guglielmo Marconi) che negli anni ha consolidato competenze ed esperienze di cui è custode il suo

personale che comunque è ancora in buona parte in forza alla **società in valutazione**

- ii) la **SIRM UK** porta con sé un “marchio” anche se non registrato o comunque un nome commerciale molto conosciuto sul mercato UK ed anche internazionale;
- iii) la **SIRM UK** vanta ancora relazioni stabili con numerosi clienti nonché una importante quota di mercato (da *leader* in UK nel settore delle imbarcazioni da *fishing* professionale);
- iv) la **SIRM UK** vanta ancora ben 6 “registri di classe” per ispezioni di imbarcazioni;
- v) comunque nel 2024 si è riusciti a portare a termine un investimento nel sistema informativo (sostanzialmente cambiato) i cui benefici potranno vedersi negli anni a venire;
- vi) non è azzardato ipotizzare, continuando ad investire in tecnologia e in competenze (personale qualificato), di riportare la **SIRM UK** ad un fatturato di circa 7/8 milioni di sterline (in stima sommaria del *management* ed un conseguente EBITDA elevato (sempre in stima sommaria 400mila sterline);
- vii) non è da escludere per operatori di grandi dimensioni magari internazionali, eventualmente anche ad oggi non presenti in UK, che la cessione del pacchetto di maggioranza delle azioni della **società in valutazione** possa rappresentare una ottima opportunità d’investimento.

6) Il procedimento di stima del valore delle “azioni in valutazione”

Per addivenire alla stima del «valore di mercato da porre a base d’asta nella vendita competitiva avente ad oggetto la “Partecipazione al 75% del capitale sociale della **SIRM UK Marine Limited**», lo scrivente ha ritenuto inevitabile procedersi:

- a) prima alla stima del valore dell’azienda di pertinenza della **SIRM UK**;
- b) e poi alla conseguente stima del valore delle “azioni in valutazione”

6.1) Il procedimento di stima del valore dell'azienda della "società in valutazione"

Il procedimento di stima di un valore di una azienda e/o richiede:

- a) l'individuazione dei criteri e delle metodologie di valutazione utilizzabili;
- b) la scelta tra esse della metodologia più idonea alla specifica stima;
- c) l'applicazione della stessa metodologia alla fattispecie

6.1.1) Criteri e metodologie di valutazione

Come già anticipato, la valutazione di azioni o quote sociali, salvo il caso in cui si tratti di azioni quotate e/o comunque trattate in mercati regolamentati (o di altri casi e/o finalità del tutto peculiari), richiede una previa valutazione dell'azienda di pertinenza della società le cui azioni e/o quote sono in valutazione; e naturalmente con essa l'applicazione di specifici criteri e metodi.

Questi ultimi sono generalmente ancorati a due componenti tra loro strettamente correlate:

- ✓ la consistenza patrimoniale;
- ✓ la capacità di generare nel futuro flussi di ricchezza, vale a dire flussi di reddito, o flussi di cassa.

Avuto riguardo a tale due componenti la dottrina aziendalistica ha sviluppato diversi criteri e metodi.

Prima di addentrarsi nella scelta del metodo di valutazione, chi scrive ritiene corretto descrivere al lettore, seppure sommariamente ed in **estrema sintesi**, i criteri e metodi di valutazione generalmente più diffusi, con riguardo alla stima dei valori di aziende, da cui poi dipendono anche i valori di quote e azioni.

Tali metodi possono così raggrupparsi:

- a) metodi patrimoniali;
- b) metodi reddituali;
- c) metodi finanziari;
- d) metodi misti patrimoniali-reddituali o patrimoniali-finanziari;
- e) metodi di confronto con il mercato o empirici.

Le citate metodologie, peraltro, possono anche combinarsi tra loro o essere utilizzati in modo integrato, anche per finalità di controllo della valutazione.

6.1.1.1) Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda o della società valutata sulla base dei valori "correnti" delle attività e delle passività facenti parte del patrimonio aziendale.

Esso viene svolto in via analitica per le diversi componenti o categorie di componenti omogenee del patrimonio aziendale.

Il metodo in parola è particolarmente utilizzato per le imprese in cui il patrimonio può rappresentare effettivamente in modo attendibile il valore aziendale (si pensi ad esempio alle società tipicamente immobiliari).

Tale metodo, presenta il pregio di essere fortemente ancorato alla composizione quantitativa e qualitativa del patrimonio aziendale, con la conseguente maggiore dimostrabilità delle basi valutative, ma ha l'oggettivo e comprensibile limite di non prendere in considerazione la capacità di generare nel tempo ricchezza da parte dell'azienda oggetto di valutazione, o viceversa, di causare risultati negativi e conseguenti perdite di patrimonio.

Il metodo patrimoniale può, principalmente, essere adottato in una duplice versione: "semplice" e "complessa".

Il "patrimoniale semplice" considera solo i valori correnti dei beni iscritti nella contabilità, e dunque non tiene conto dei possibili beni immateriali (*intangibles*) non iscritti.

Con tale metodologia il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del capitale netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula:

$$W = K$$

Il "patrimoniale complesso" considera, viceversa, anche tutti i c.d. *intangibles* che sia possibile identificare e valutare, a prescindere dalla loro iscrizione nelle scritture contabili.

Pertanto, esso esprime la stima con la seguente formula:

$$W = K + BI$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto rettificato;

BI = valore dei beni intangibili.

I beni intangibili presi in considerazione dal modello in esame sono intangibili di mercato (di *marketing*) o legati alla tecnologia o imputabili a specifiche conoscenze e

capacità, o anche autorizzazioni e concessioni, di pertinenza dell'organizzazione di riferimento.

Va detto che la stima degli *intangibles* è fondata generalmente sui flussi di risultato attesi dal loro impiego. Essa è dunque anche riconducibile all'avviamento (*goodwill*) o disavviamento (*badwill*), seppure, a differenza di questi, il valore degli intangibili dovrebbe ritrovare un qualche riscontro nel mercato (si pensi ad un marchio prodotto internamente che possa essere oggetto di negoziazione separata dall'azienda di riferimento).

Talvolta comunque è possibile ricavare il valore degli *intangibles* anche sulla base dei costi di acquisto, di sostituzione, o riproduzione degli stessi.

L'applicazione del metodo patrimoniale complesso può dunque, in alcuni casi, far addivenire ad una valutazione più aderente ai valori correnti d'azienda in quanto considera anche alcuni elementi (di redditività) o comunque in grado di generare ricchezza.

6.1.1.2) Metodo reddituale

Il metodo reddituale è basato sulla capacità dell'azienda di generare nel tempo (futuro) flussi di reddito. Il valore dell'azienda (W) viene dunque stimato come funzione dei redditi attesi (R).

Naturalmente a tal fine è anche necessario definire un orizzonte temporale di riferimento.

Tale orizzonte può essere assunto in via indefinita o perpetua, ed in tal caso il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua secondo la seguente formula:

$$W = R/i$$

dove R è la rata costante calcolata al tasso (i) di attualizzazione.

In tal caso il valore di (R) è quello *prospettico* ma al contempo *medio*, e cioè quello che stabilmente l'azienda è in grado di generare (esso va quindi anche *normalizzato*: depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili).

Il tasso di attualizzazione (i) esprime invece sia il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (il c.d. *free risk*: rendimento delle attività prive di rischio, ad esempio titoli sicuri di debito pubblico), che la remunerazione del rischio d'impresa (il c.d. *premium risk*).

6.1.1.3) Metodo finanziario

Il metodo finanziario considera che il valore di una azienda dipende dai flussi di cassa che la stessa è in grado di generare in un certo orizzonte temporale.

Il c.d. *Discounted Cash Flow* (DCF), nella sua accezione tipica del *Dividend Discount Model* (DDM), tiene conto che nessuna impresa può distribuire dividendi in misura superiore alla sua capacità di generare flussi di cassa.

Il modello valutativo si basa perciò sui flussi di cassa medio-normali, proiettabili in un arco temporale ben definito (previsione esplicita) e oltre, lo stesso (sul *Terminal Value*).

Del DCF è apprezzabile la sua oggettività, laddove esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria e dunque non immediatamente disponibili e considera la spesa per investimenti.

6.1.1.4) Metodi misti patrimoniali-redditali o patrimoniali-finanziari

I metodi misti considerano in via simultanea sia le valutazioni di tipo patrimoniale puro, sia quelle di flussi di reddito o, in alternativa di flussi di cassa.

Tendenzialmente, invero, la prassi degli esperti, è più orientata all'utilizzo di tale metodologia mista avvalendosi dei risultati reddituali per l'identificazione dell'avviamento aziendale.

In linea con tale prospettiva, in questa sede, si ritiene di potersi limitare alla descrizione dei metodi patrimoniali-redditali, avvertendo che tuttavia quelli patrimoniali-finanziari sono concettualmente analoghi.

Ciò posto, si segnala che il metodo misto patrimoniale-reddituale è generalmente utilizzato con la stima autonoma dell'avviamento (*goodwill*) o avviamento negativo (*badwill*). In altri termini alla stima delle attività e delle passività che formano il patrimonio aziendale, si somma il *goodwill* (o si sottrae il *badwill*) autonomamente stimato.

Come noto, l'avviamento identifica la capacità di generare redditi futuri tali da remunerare i capitali investiti in misura maggiore o minore, rispetto al rendimento di investimenti alternativi.

La formula più comunemente in uso è la seguente:

$$W = K + Av$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto rettificato;

Av = valore di avviamento (o disavviamento);
e dove Av , viene spesso considerato pari a $(R - i'K) \cdot a_{n-i'}$, con:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di remunerazione normale del capitale di rischio investito in azienda;

$a_{n-i'}$ = calcolo di una rendita temporanea posticipata;

n = durata dell'avviamento;

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito.

6.1.1.5) Metodi di confronto con il mercato

I metodi di confronto con il mercato assumono come base di riferimento i prezzi correnti di "imprese comparabili", utilizzando i multipli di mercato.

I multipli sono ampiamente in uso tra gli operatori e gli analisti dei mercati finanziari, i quali hanno l'esigenza di esprimere valutazioni anche in tempi ristrettissimi e comunque in termini più propriamente comparativi.

La metodologia dei multipli fa dunque riferimento ai valori espressi nelle transazioni commerciali i cui dati sono pubblici e prevede, sostanzialmente le due varianti:

- a) delle *imprese comparabili* (con la quale viene preso in esame un campione di società quotate comparabili e, quindi, i relativi prezzi segnati dalle borse, dai quali si deducono alcuni moltiplicatori per valutare l'azienda, o società, oggetto di valutazione);
- b) delle *transazioni comparabili* (che assume quale parametro valutativo i prezzi di eventuali negoziazioni riguardanti la proprietà di società comparabili, per tipologia di attività e caratteristiche di mercato).

6.1.2) La metodologia/e scelta/e per la stima del valore dell'azienda della "società in valutazione"

La scelta di una metodologia valutativa va operata avendo riguardo all'obiettivo di esprimere, nel migliore dei modi, una stima razionale, dimostrabile, e per quanto possibile oggettiva, **per la finalità della stessa valutazione.**

Si è già detto nei paragrafi precedenti di questa relazione che l'incarico conferito al sottoscritto, si esplica nell'ambito della procedura fallimentare in corso e nella prospettiva di fornire alla **curatela** indicazioni del valore, da porre a base d'asta, delle **"azioni in valutazione"**.

Ed è dunque in tale prospettiva che occorre preliminarmente individuare la metodologia di valutazione più aderente al caso dell'azienda della società le cui azioni e/o quote sono in valutazione, e prima ancora il concetto di valore cui occorre riferirsi. Lo stesso "valore", invero, come ben noto, può avere differenti accezioni.

Ci si può infatti riferire a diversi valori del capitale, e tra essi, principalmente alle seguenti tre categorie: i) economici (in estrema sintesi, è quello che un soggetto razionale ed economico attribuisce ad un'azienda quale investimento, anche in funzione degli investimenti alternativi, sulla base di capacità già acquisite o di probabile raggiungimento nel breve termine, e per ciò dimostrate o dimostrabili); ii) potenziali (in estrema sintesi, è quello che invece considera capacità non ancora dimostrate, espresse o esprimibili nello scenario e nel contesto nel quale è calata l'azienda da valutare. Esso è invece valore legato a possibili pianificazioni, a possibili differenti strategie aziendali e a possibili eventi futuri solo potenziali); iii) di acquisizione (in estrema sintesi, è quel valore che uno specifico soggetto economico, interessato all'acquisto di una società *target*, valuta la stessa in base alle proprie peculiari capacità, caratteristiche ed interessi che può trarne dall'acquisizione, e cioè in modo tipicamente soggettivo).

Nell'ambito della valutazione oggetto della presente relazione, è evidente che sono al di fuori della stessa i valori potenziali e di acquisizione.

Difatti l'incarico conferito verte su di una stima di tipo oggettivo nella prospettiva di una eventuale vendita da eseguirsi nell'ambito di una procedura competitiva come disciplinata dalla legge fallimentare o dal codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Trattasi cioè di una stima che, finalizzata all'individuazione di quel valore intrinseco delle **azioni in valutazione**, prescinde da strategie future e pianificazioni non ancora attuate, avendo lo scopo di costituire, ad oggi, la base di riferimento per l'individuazione di un prezzo di vendita.

E' allora evidente che è necessario riferirsi al concetto di valore economico tuttavia senza trascurare che comunque l'obiettivo della valutazione che impegna è quello della ricerca di un valore di mercato (e dunque nella consapevolezza, per un verso, che talvolta i mercati sono disposti a pagare anche di più del valore economico di una azienda in un determinato momento, scorgendo potenzialità e/o opportunità in

divenire, e per altro aspetto, che alcune consuetudini si consolidano al punto tale da incidere sulla formazione dei prezzi³).

Ciò posto, occorre comunque individuare quale, tra le metodologie sopra sinteticamente riportate, sia quella più aderente alla valutazione in questione. Tanto può farsi solo prendendo nella dovuta considerazione il *business* dell'azienda valutata (da cui discende il ricercato miglior valore di stima delle **azioni in valutazione**).

In tale contesto va considerato che, se è vero che non si dispone di formalizzate previsioni di flussi di reddito e/o di cassa, è altrettanto vero che l'utilizzo di metodi di confronto con il mercato neppure sembra essere quello più convincente; e tanto attesa la peculiarità della situazione caratterizzata da azioni non quotate, detenute da una società in fallimento, di società estera operante in mercato molto ristretto non supportata dai soci negli investimenti e nella crescita, ma anzi penalizzata nell'accesso al credito; situazione in relazione alla quale, in particolare nell'attuale contesto⁴, è difficile comprendere se le più recenti *performances* economiche - quelle che quindi sarebbero da prendere in considerazione per una valutazione in base ai multipli - siano state totalmente dipendenti da contingenze peculiari e non ripetibili, o anche al contrario da una condizione sistemica).

Inoltre, va anche considerata la circostanza (emersa anche a seguito dei colloqui di cui si è riferito al par 5.4) che il valore aziendale sembra ritrovarsi soprattutto in una storicità aziendale e in un bagaglio di rapporti commerciali e conoscenze tecniche ancora in grado di generare ricchezza (nonostante la sopra descritta evoluzione del mercato), come palesato dalla capacità di resilienza comunque negli ultimi anni dimostrata dalla **società in valutazione** in un contesto di limitate capacità d'investimento dovute, come detto, anche al fallimento della sua controllante. Sicché, per un verso è agevole comprendere che una liquidazione e vendita atomistica delle componenti aziendali ne comporterebbe lo svilimento del loro valore a misura presumibilmente esigua trattandosi per lo più di *intangibles* (il cui valore di realizzo in caso di autonoma cessione potrebbe verosimilmente approssimarsi a zero) e di apparecchiature usate peraltro in larga parte presso terzi; e per altro aspetto (che più qui interessa) appare piuttosto evidente che la stima del valore atomistico degli *assets* sarebbe ancora più aleatoria di quella basata sui flussi, richiedendo la stessa una difficilmente praticabile (almeno in tempi brevi) ricognizione dello stato materiale di funzionamento delle innumerevoli attrezzature e della loro obsolescenza.

³ Ci si riferisce, in sostanza, alla frequente applicazione di multipli di valore.

⁴ Non cioè così negli anni addietro.

Pertanto, le considerazioni svolte fanno propendere, nonostante la criticità già segnalata (assenza di formalizzate previsioni di reddito, casse e investimenti), più verso il ricorso a metodologie basate su flussi, che verso l'utilizzo delle altre metodologia di valutazione; e segnatamente fa propendere verso quelle basate su flussi di cassa (più che di reddito), considerata la necessità di tenere in debito conto l'esigenza di incrementare (prima) e continuare (poi) la spesa per investimenti in tecnologia e competenze⁵.

Dunque, la metodologia che al sottoscritto è innanzitutto apparsa la più adatta per addivenire ad una stima di un valore aziendale da assumere quale base di riferimento per la stima del valore della **“azioni in valutazione”** è quella fondata sull'attualizzazione di ipotetici previsionali flussi di cassa: il c.d. *Discounted Cash Flow*. A tale metodo è generalmente peraltro riconosciuta una *“maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione reddituali in quanto si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria (accruals)”*⁶. Con il particolare pregio che *“questo metodo esprime una valutazione molto specifica (...) e consente di incorporare nella valutazione scenari strategici previsti dal management”*⁷.

A tale metodologia, anche in ragione della già richiamata assenza di formalizzate previsioni, chi scrive ha ritenuto opportuno poi affiancare una sommaria verifica con i valori patrimoniali (desunti dai meri dati contabili), ed un confronto con il multiplo più in uso nel settore (EBITDA/EV), per addivenire ad un Giudizio Integrato di Valutazione⁸.

Ritornando quindi al *Discounted Cash Flow*, entrando più nel dettaglio, va rappresentato che lo stesso nella sua formulazione più utilizzata richiede una stima di flussi di cassa attesi *unlevered* (FCF) *“(o se si preferisce di ‘un’impresa finanziata per intero con mezzi propri, cosiddetta all equity firm)”*⁹, flussi da attualizzarsi in base ad un tasso che esprime il premio per il rischio aziendale ed il valore del denaro nel tempo (Costo medio ponderato del capitale investito - *Weighted Average Cost of*

⁵ Tanto finanche ad ipotizzare di trasformare poter incidere in modo radicale sul modello di *business* adattandolo ai nuovi contesti di mercato per poter riprendere il *trend* positivo degli anni anteriori al 2024, avendo riguardo alla circostanza che non sono venuti meno i bisogni della clientela ma si è andata a modificare la capacità e la tecnologia necessaria per far fronte agli stessi.

⁶ L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 541

⁷ G. Lucchini e A. Abriani in *Valutazione d'azienda in Mergers & Acquisitions* a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea 2021, pag. 104

⁸ Sul GIV (Giudizio Integrato di Valutazione) si veda in particolare L. Guatri -M. Bini, *La Valutazione delle aziende*, 2007, EGEA, pagg. 25 e ss., dove si legge anche che *“l'analisi a mezzo di moltiplicatori (valori relativi) può contribuire a migliorare i risultati delle valutazioni assolute”*.

⁹ L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 550.

Capital - WACC), più un valore residuo alla fine del periodo esplicito normalmente definito Terminal Value (TV).

Il tutto esemplificato nella formula seguente che conduce al valore assegnabile all'azienda di pertinenza della società:

$$W = \left[\sum_{n=1}^t FCF * (1 + WACC)^{-n} + TV \right]$$

dove:

W = Valore economico del capitale

t = Orizzonte temporale periodo esplicito per *n* anni

FCF = Free cash flow unlevered

WACC = Costo medio ponderato del capitale investito - *Weighted Average Cost of Capital*

TV = *Terminal Value*

Tale Valore economico del capitale W:

- per quanto sopra riferito merita di essere confrontata con quanto potrebbe ricavarsi con l'applicazione di altra metodologia di valutazione (nello specifico con la metodologia dei multipli); per addivenire ad un valore W_{GIV} di conclusiva stima del Valore economico del capitale;
- inoltre, esprime tuttavia un valore aziendale al lordo del debito della **Società target** della valutazione, o in caso di eccedenza di liquidità rispetto al debito finanziario al netto della stessa. Con la conseguenza che essendo la valutazione che occupa finalizzata alle vendite di un pacchetto azionario chi scrive ritiene che il Valore E_qV (*Equity Value* – Valore dell'azienda) della “**target**” possa in definitiva considerarsi espressione della seguente formula:

$$E_qV = W_{GIV} + PFN$$

dove, appunto:

W_{GIV} = conclusiva stima del Valore economico del capitale

PFN = Posizione Finanziaria Netta

6.1.3) Svolgimento della stima del valore dell'azienda della “società in valutazione”

Gli *steps* del procedimento di stima del valore dell'azienda della “**società in valutazione**” vengono quindi di seguito riportati:

- a) l'individuazione di un *Orizzonte temporale di periodo esplicito* per le previsioni
- b) l'individuazione dei *Free cash flows unlevered FCF*
- c) l'individuazione del *Weighted Average Cost of Capital WACC*
- d) l'attualizzazione al tasso **WACC** dei FCF per il periodo esplicito di previsione
- e) la stima del *terminal value TV*
- f) l'individuazione del *Valore economico del capitale W* con l'utilizzo del *DCF Method* ;
- g) il confronto del *Valore economico del capitale W* con una analisi della composizione del Patrimonio;
- h) il confronto del *Valore economico del capitale W* con il più utilizzato multiplo EV/EBITDA
- i) la conclusiva stima del Valore economico del capitale
- j) l'individuazione della PFN
- k) la rappresentazione conclusiva dell'*Equity Value E_{qV}* stimato

6.1.3.1) Individuazione di un Orizzonte temporale di periodo esplicito per le previsioni

In linea con la prevalente dottrina¹⁰ e prassi¹¹ in tema di valutazione aziendale, le previsioni di *budget* non dovrebbero, salvo casi particolari, superare un orizzonte di 5 anni.

Ed a tale impostazione lo scrivente ha ritenuto di attenersi per la definizione dell'orizzonte temporale per la stima che occupa, ritenendo che un budget possa essere sviluppato fino a 4 anni; e segnatamente:

- ✓ assumendo per sostanzialmente imm modificata tra il 30.9.2024 (data dell'ultimo consuntivo acquisito) ed il 31.12.2024 la situazione patrimoniale e finanziaria della società **target della valutazione**¹²;

¹⁰ In tal senso Zanda G., Lacchini M. e Onesti T. in "La Valutazione delle aziende – VI Edizione", edito da Giappichelli Editore, Torino (2013).

¹¹ Su questa linea ad esempio: (i) il principio contabile internazionale IAS 36 (riguardante, specificamente, il tema dell'*impairment test* dell'avviamento): "*Budget/previsioni dettagliati, espliciti e attendibili di flussi finanziari futuri per archi temporali superiori ai cinque anni non sono generalmente disponibili. Per questo motivo, le stime dei flussi finanziari futuri effettuate dalla direzione aziendale sono fondate sui più recenti budget/previsioni per un periodo massimo di cinque anni*"; (ii) ed anche i Principi italiani di Valutazione (PIV) emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione, diti da EGEA 2015 pag. 148 dove si legge: "*è noto che in molti casi i piani formulati nell'ambito dei sistemi aziendali di programmazione e controllo sono limitati a pochi anni (spesso a tre anni, essendo il primo rappresentato a scorrimento dal periodo di budget, raramente oltre i 5 anni)*"

✓ sviluppando previsioni per un orizzonte temporale che va dal 31.12.2025 fino al 31.12.2028, 4 anni (2025, 2026, 2027 e 2028) per il periodo esplicito per le previsioni ed una ulteriore proiezione per la stima del Terminal Value TV.

6.1.3.2) Individuazione dei Free cash flows unlevered

I free cash flows **FCF** sono stimati come somma algebrica tra:

- ✓ EBITDA (stimati);
- ✓ *Capital Expenditures* (stima previsioni di spesa per investimento)
- ✓ *Variazioni di CCN (Capitale Circolante Netto)*
- ✓ *Tax Expenditures* (stima previsioni di spesa per le imposte)

Lo scrivente ha ritenuto di rifarsi alla suddetta impostazione in linea con quanto ampiamente al riguardo argomentato in dottrina¹³.

Ciò posto, per la stima degli EBITDA attesi lo scrivente ha ritenuto corretto partire dall'analisi dei risultati storici ed integrare la stessa sulla base delle informazioni acquisite dal *management* della **società in valutazione**.

Pertanto si è ritenuto che: (i) i ricavi del 2024 potessero ripetersi anche 2025 (Incrementando tuttavia i livelli degli investimenti); (ii) la media dei ricavi (NET SALES) degli ultimi 4 anni (2021-2024¹⁴), che recepisce per un verso il calo dei volumi di affare più recente e per altro le aspettative del *management* di un ritorno ai volumi dei periodi passati, potesse rappresentare l'ancora di riferimento per lo sviluppo del *budget* utilizzato per la valutazione a partire dal 2026 (dopo cioè un primo anno il 2025 di "ripartenza" caratterizzato, come detto da un incremento degli investimenti).

A tali ancora sono state poi agganciati: (i) un tasso di crescita ragionevolmente e prudenzialmente stimato nell'1,5% su base annua; (ii) un COST OF NET SALES, un LABOUR COST¹⁵ e le OTHER OPERATING EXPENSES calcolati in funzione dei

¹² L'assunzione appare ragionevole e prudente se si tiene conto che i dati economici del recentissimo forecast al 31.12.2024 mostrano un lieve miglioramento in termini di EBITDA rispetto a quelli del consuntivo al 30.9.2024.

¹³ Si veda per tutti L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 550 dove appunto si discorre in merito alla configurazione del FCF come "differenza fra l'EBITDA (il margine operativo lordo), gli investimenti fissi lordi, l'incremento di capitale circolante e le imposte cui è soggetta l'impresa non indebitata"

¹⁴ Per il 2024 si è considerato il recente forecast al 31.12.2024.

¹⁵ Attesa la peculiarità del mercato di riferimento e la notevole flessibilità del mercato del lavoro UK tenuto conto della previsione d'incremento di fatturato è apparso a chi scrive coerente e corretto considerare come variabile anche il costo del lavoro generalmente invece trattato come costo fisso o semivariabile.

ricavi come sopra stimati secondo le percentuali medie di loro incidenza consuntivate negli ultimi 4 esercizi e quindi come da tabella che segue:

Percentuali rispetto ai ricavi	forecast 2024	31 DEC. 2023	31 DEC. 2022	31 DEC. 2021	Media 21-24
COST OF NET SALES	49,80%	56,77%	54,10%	51,85%	53,13%
LABOUR COST	38,25%	31,07%	33,03%	35,01%	34,34%
OTHER OPERATING EXPENSES	12,61%	8,89%	9,84%	8,97%	10,08%

Ne è derivata la stima di EBITDA attesi riportata nella tabella che segue (importi in sterline inglesi):

	2025	2026	2027	2028	TV
	£	£	£	£	£
Net sales	6.071.996	7.302.066	7.448.107	7.597.069	7.749.011
Cost of net sales	(3.225.989)	(3.879.513)	(3.957.103)	(4.036.245)	(4.116.970)
Gross profit	2.846.007	3.422.553	3.491.004	3.560.824	3.632.041
Labour cost	(2.085.209)	(2.507.632)	(2.557.784)	(2.608.940)	(2.661.119)
Other operating expenses	(611.812)	(735.753)	(750.468)	(765.478)	(780.787)
Ebitda	148.986	179.168	182.752	186.407	190.135

Per la previsione della *Capital Expenditures* lo scrivente ha fatto riferimento ai dati “storici” desumibili dai prospetti di *cash flows* inclusi nei bilanci depositati dalla **società in valutazione** nella *UK Company House* che restituiscono una media di circa 125mila¹⁶ sterline su base annua, ma integrato alla luce delle informazioni acquisite nei colloqui avuti con il *management* (che segnalano la necessità di maggiori investimenti nel breve periodo) e comunque dalla evidenza di una fase di contrazione dei volumi di affare della società.

Il tutto quindi ha condotto chi scrive a formulare una stima di spesa per investimento come da tabella che segue (importi in sterline inglesi):

	2025	2026	2027	2028	TV
	£	£	£	£	£
<i>Capital Expenditures</i>	(300.000)	(150.000)	(125.000)	(125.000)	(125.000)

¹⁶ Approssimazione di euro 124.852 corrispondente alla media dei dati di bilancio come da tabella che segue:

	2023	2022	2021	Media 21-23
Net cash used in investing activities	(182.818)	(160.607)	(31.132)	(124.852)

Quanto alle *Variazioni di Capitale Circolante Netto* lo scrivente rileva che lo stesso CCN al 30.9.2024 al netto delle disponibilità liquide e dei debiti a breve verso le banche risulta così composto (importi in sterline inglesi):

	30-set-24
	£
Stocks and wip	696.006
Trade and other debtors	1.949.270
Trade payables	(934.745)
Total other creditors	<u>(1.513.922)</u>
CCN	196.609

Considerate le approssimazioni insite nella valutazione in parola il sottoscritto ha ritenuto ragionevole distribuire tale valore durante tutt'arco del piano¹⁷; e dunque come segue:

	2025	2026	2027	2028	TV
	£	£	£	£	£
Δ di CCN	(39.322)	(39.322)	(39.322)	(39.322)	(39.322)

Quanto, poi, alle *Tax Expenditures* (stima previsioni di spesa per le imposte) lo scrivente è innanzitutto partito dal presupposto che: a) *l'Annual Reports and Financial Statements For the year ended 31 December 2023 (All. 6 cit.)* mostra ancora la sussistenza di perdite fiscali cui può connaturarsi un credito figurativo per imposte anticipate dei 13mila sterline inglesi:

10. Tax on loss

Reconciliation of tax income

The tax assessed on the loss on ordinary activities for the year is the standard rate of corporation tax in the UK of 19% (2022:19%).

	Year to 2023
Loss on ordinary activities before taxation	<u>(64,161)</u>
Loss on ordinary activities by rate of tax	(12,191)
Effect of expenses not deductible for tax purposes	-
Effect of capital allowance and depreciation	(18,763)
Unused tax losses	13,432
General provisions	-
Tax on loss	<u><u>-</u></u>

A ciò si aggiunge che anche solo le perdite preconsumitivate per il corrente anno 2024 in 349.490,00 (riportabili nel sistema fiscale UK per 3 anni) genereranno ulteriori attività fiscali.

¹⁷ L'assunzione appare appunto ragionevole considerate: (i) le approssimazioni connaturate alla stima che occupa; (ii) non risulta che la **Società** si attenda rilevanti scostamenti tra i tempi di incasso e quelli di pagamento negli esercizi a venire nell'andamento prospettico; (iii) che le variazioni di Capitale Circolante Netto appaiono ancor più, rispetto alle altre, difficilmente stimabili sulla base delle informazioni ad oggi disponibili; (iv) comunque il procedimento di stima non può né "perdersi" un

Va poi considerato che appare prevedibile che alla stima dell'EBITDA positiva nell'arco di piano (tenendo conto almeno dell'incidenza degli ammortamenti e degli interessi passivi sul risultato economico complessivo) non si aggiungeranno imposte da pagare per assenza di materia imponibile.

Ciò posto lo scrivente ha ritenuto, tenuto conto del sistema fiscale inglese¹⁸, e di quanto appena sopra esposto, potersi forfettariamente considerare ai fini del *terminal value* un *tax rate* da applicare all'EBITDA del 12,50%¹⁹ considerato con riferimento solo alla proiezione di un conto economico per la stima del *Terminal Value TV*.

Da tutto quanto fin qui è esposto è stata quindi desunta la stima dei FCF (*free cash flows*) che si propone nella tabella che segue:

	2025	2026	2027	2028	TV
	£	£	£	£	£
Ebitda	148.986	179.168	182.752	186.407	190.135
Capital Expenditures	(300.000)	(150.000)	(125.000)	(125.000)	(125.000)
CCN	39.322	39.322	39.322	39.322	39.322
Tax Expenditures	-	-	-	-	(23.767)
Totale FCF (stima in sterline inglesi)	(111.692)	68.490	97.073	100.728	80.690

6.1.3.3) Individuazione del *Weighted Average Cost of Capital WACC*

Al fine della individuazione del *Weighted Average Cost of Capital WACC* (tasso di attualizzazione prescelto) lo scrivente ha ritenuto, per il caso che occupa, di utilizzare la nota formula²⁰ di seguito riportata:

valore di partenza di CCN non trascurabile, né considerare lo stesso realizzato nel primo anno dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

¹⁸ Di seguito una efficace sintesi tratta da una recente pubblicazione (24.11.2024) sulla rivista on line dell'Agenzia delle Entrate Fiscoggi (qui il [link](#)): “Attualmente, l'aliquota ordinaria della Corporation tax è pari al 25%, se la società realizza un profitto maggiore di 250mila sterline, mentre una aliquota agevolata del 19% è prevista a favore di società che realizzano un profitto inferiore a 50.000 sterline. Per le società con profitti tra 50.000 e 250.000 sterline, col sistema del Marginal relief è possibile chiedere all'Agenzia delle Entrate britannica un'aliquota ridotta.

L'imponibile è determinato dal risultato di esercizio, rettificato in applicazione delle norme che regolano la disciplina fiscale e contabile. In genere, i costi connessi all'attività produttiva sono deducibili ai fini fiscali, purché debitamente documentati, come anche altre particolari spese, quali le donazioni a favore di enti caritatevoli. L'ordinamento riconosce dei crediti e delle specifiche agevolazioni a favore delle imprese, segnatamente crediti per ricerca e sviluppo e il regime agevolato del Patent box che prevede l'applicazione di una aliquota del 10% sulla quota di imponibile collegata allo sfruttamento di brevetti”.

La perdita fiscale di periodo può essere riportata in avanti senza limiti temporali, mentre l'ordinamento dispone che il riporto all'indietro è previsto solo per un anno. Inoltre, a decorrere dal 1° aprile 2017, le perdite pregresse possono essere utilizzate in compensazione del reddito imponibile di periodo sino a concorrenza del 50% del reddito imponibile di periodo.

¹⁹ Si badi quindi non al risultato ante imposte; ed anche per questo il tax rate è stato assunto, per la stima che impegna, al 12,50% in luogo del 19% o 25% previsto (per scaglioni) in UK.

²⁰ D. Balducci, *La valutazione dell'azienda*, ottava edizione, Edizioni FAG Milano, 2005, pag. 248.

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

dove:

K_e = costo opportunità equity (o anche costo del capitale proprio)

$K_d \times (1-t)$ = costo dei debiti finanziari (al netto dell'effetto fiscale);

E = capitale di rischio;

D = indebitamento finanziario netto.

Al fine della individuazione del *Costo opportunità equity* **K_e** (tasso di attualizzazione) lo scrivente ha ritenuto, per il caso che occupa, di utilizzare il *Capital Asset Pricing Model* che notoriamente²¹ è espresso dalla formula di seguito riportata:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f).$$

dove:

R_f = *free risk* - rendimento delle attività prive di rischio, o anche definito come il costo del capitale per il puro impiego;

$(R_m - R_f)$ = *premium risk* – remunerazione attesa per il rischio d'impresa;

β = coefficiente relativo al rischio “non eliminabile” (*systematic risk*, i.e. un coefficiente di rettifica, di sensitività, che assume valori al di sotto o al disopra dell'unità a seconda che il rischio della particolare azienda, o più in generale di un dato *business*, sia maggiore o minore del rischio sistematico del mercato).

Quanto al valore del coefficiente **R_f** *free risk* il sottoscritto ha considerato di poter assumere il rendimento medio dei titoli di stato a 5 anni emessi nel Regno Unito e segnatamente, come pubblicato alla data 6.12.2024 su sito World Government Bonds (www.worldgovernmentbonds.com), nella misura del **4,193%**²².

Quanto al valore del coefficiente **$(R_m - R_f)$** *premium risk* chi scrive ha ritenuto potersi attenere al dato pubblicato sul noto sito specialistico *Damoran on line* ultima

²¹ Guatri, Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano 2007, pag. 225

²² Questa l'evidenza della pubblicazione ([Obbligazione Regno Unito 5 Anni - Dati Storici](#)) al 6.12.2024 ore 9.15;

pubblicazione rilevata²³ che per l'*Equity Risk Premium* in UK riporta il valore del **5.48**²⁴%.

Quanto al coefficiente β del rischio “non eliminabile” (*systematic risk*), si è fatto ancora riferimento ai dati desumibili dal sito specialistico *Damodaran on line*, da cui si è ritenuto poter evincere un valore dello 0,85 **riconducibile al settore dei servizi di telecomunicazione** (tutto sommato considerato equiparabile a quello di operatività della **società in valutazione**).

Pertanto il tasso costo opportunità **Ke** può essere stimato nel 9,89% come segue:

Rf	4,19%
Rm - Rf	5,48%
β	0,85
Ke	8,85%

In ordine alla componente **Kd** del costo dei debiti finanziari lo scrivente ha ritenuto di poter assumere un valore dell'**8%** in linea con l'attuale andamento dei tassi sui finanziamenti in UK²⁵.

Quanto al rapporto tra *Equity* e *Debt* (i valori E e D della formula sopra esposta) avuto riguardo alle caratteristiche della **Società in valutazione**²⁶ lo scrivente ha ritenuto orientarsi verso un prudente **75%** di *Equity* E ed un **25%** di *Debt* E (considerando di privilegiare per il caso che impegna la quota di finanziamento in *equity* rispetto a quella *debt*).

Dalle suddette considerazioni lo scrivente ha tratto quindi il convincimento che la migliore stima del tasso di attualizzazione dei flussi finanziari previsti in stima potesse essere individuata nel tasso WACC prudenzialmente calcolato come sopra descritto, e dunque nella misura del **8,18%**:



²³ Last updated: January 5, 2024

²⁴ Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran : <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

²⁵ “Il tasso di interesse sui prestiti bancari nel Regno Unito è aumentato all'8,35 per cento in agosto dall'8,30 per cento in luglio del 2024. Fonte: Bank of England” (così: <https://it.tradingeconomics.com/united-kingdom/bank-lending-rate>); poi nel novembre 2024 la Banca d'Inghilterra ha abbassato il suo tasso d'interesse di 25 punti base al 4,75% nella sua decisione di novembre 2024; il che è ovviamente verosimile possa avere un impatto su tutti i tassi applicati nel sistema; di qui la considerazione del tasso dell'8% considerato per la presente relazione).

²⁶ Ci riferisce alle necessità d'investimento, e quindi ad una struttura finanziari prospettica alla luce anche della situazione attuale.

Ke	9,89%
(E/(D+E))	75%
Ke *(E/(D+E))	6,64% 6,64%
Kd	8,00%
KD*(1-t)	6,16%
(D/(D+E))	25%
KD*(1-t)*(D/(D+E))	1,54% 1,54%
WACC	8,18%

6.1.3.4) L'attualizzazione al tasso WACC dei FCF per il periodo esplicito di previsione

L'attualizzazione dei FCF sopra rappresentati (cfr. par. 6.1.3.2) restituisce un valore complessivo di **105.509** sterline inglesi:

	2025	2026	2027	2028
Totale FCF (sima in sterline inglesi)	(111.692)	68.490	97.073	100.728
WACC	8,18%	8,18%	8,18%	8,18%
Valori attualizzati FCC	(103.248)	58.526	76.680	73.552
Σ V.A. Periodo esplicito	105.509			

6.1.3.5) La stima del terminal value TV

Per la stima del *terminal value* TV lo scrivente ha ritenuto di poter partire dal flusso di cassa *unlevered* atteso in stima stabilizzata per gli anni a venire dei flussi attesi sulla base delle informazioni disponibili; e quindi un flusso di **80.690** sterline inglesi (cfr il dato esposto al par 6.1.3.1).

Allo stesso è stato applicata la formula della rendita perpetua nella formulazione:

$$FCF_{TV} / i$$

dove *i* in questo caso non è stato assunto pari al WACC ma la più elevata stima del 9,89% del costo opportunità **Ke** anche in considerazione di una comunque maggiore rischiosità assunta nel proiettare ad infinito il flusso di cassa atteso previsto;

Successivamente il valore così ottenuto è stato a sua volta attualizzato allo stesso tasso **Ke** del 8,85%.

Il tutto ha condotto ad una stima del *terminal value* TV pari a sterline inglesi 649.376

	TV
	£
Totale FCF	80.690
Ke	8,85%
TV	911.645
V.A. TV	649.376

6.1.3.6) L'individuazione del Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method

All'individuazione del valore economico del capitale W con l'utilizzo del DCF Method, in 754.885 sterline inglesi lo scrivente è divenuto sommando i valori attualizzati dei flussi di cassa previsionali e quello del *terminal value* TV:

Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method

	£
Valori attualizzati FCC (cfr. par. 6.1.3.4)	105.509
V.A. TV (cfr. par. 6.1.3.5)	<u>649.376</u>
Valore economico del capitale W	754.885

6.1.3.7) Il confronto tra il Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method ed i dati patrimoniali al 30.9.2024

Il patrimonio netto della società in valutazione nella situazione contabile alla data del 30.9.2024 è esposto per l'importo di 1.377.942 sterline inglesi²⁷.

Ebbene rettificando tale valore patrimoniale espungendo dallo stesso:

- (i) le immobilizzazioni immateriali di improbabile realizzo in caso di liquidazione per una svalutazione di 407.997 sterline inglesi²⁸,
- (ii) il 30% in stima della immobilizzazioni materiali e quindi per una svalutazione di 248.533 (30% di £ 828.443²⁹), per tenere conto, sommariamente, dell'inevitabile deprezzamento degli *assets* in ipotesi di loro vendita in blocco
- (iii) e la PFN posizione finanziaria netta, per 55.107 sterline inglesi³⁰

si addiuvano ad un valore lordo³¹ rettificato di stima di realizzo di Patrimonio netto di 776.519 sterline inglesi, che può ritenersi corrispondente ad una, seppure molto sommaria, stima del valore dell'azienda con criterio patrimoniale al lordo della PFN:

Total Assets/Liabilities: Equity	1.377.942
INTANGIBLE FIXED ASSETS	(407.997)
TANGIBLE FIXED ASSETS	(248.533)
PFN	<u>55.107</u>
Totale stima sommaria valore azienda con criterio patrimoniale	776.519

²⁷ Per il dato cfr. par. 5.1. lett. b voce *Total Assets/Liabilities: : Equity*

²⁸ Per il dato cfr. par. 5.1. lett. voce *Intangible fixed assets*

²⁹ Per il dato cfr. par. 5.1. lett. voce *Tangible fixed assets*

³⁰ Per il dato cfr. *infra par. 6.1.3.8*

³¹ Al lordo cioè della PFN

Tale valore di 776.519 sterline inglesi in effetti non appare incompatibile con Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method di cui al superiore par. 6.1.3.7, specie se si tiene conto delle approssimazioni connaturate alla valutazione che impegna.

6.1.3.8) Il confronto del Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del DCF Method con il più utilizzato multiplo EV/EBITDA

Dal noto sito di *Damoran on line*, ultima pubblicazione rilevata al 5.1.2024³², lo scrivente ha desunto un dato di multiplo per il settore dei servizi di telecomunicazioni del 7,34 dell'EBITDA.

Tenuto conto che la media degli EBITDA degli ultimi 2 anni (negativo il dato del *forecast* 2024, ma fortemente positivo il consuntivo del 2023³³) esposti nei *report* della **società in valutazione** risulta pari ad euro 143.907, applicando a tale importo il suddetto multiplo di 7,34, si ottiene un valore lordo di euro 1.056.277,38. Da detto valore, per addivenire anche ad un parametro di stima utilizzando il medesimo multiplo in parola, secondo chi scrive andrebbero almeno sottratti i valori degli investimenti da operare per un primo rilancio della società che sono stati ipotizzati dal sottoscritto sommariamente pari ad euro 300.000,00³⁴; importo quest'ultimo che per altro può leggersi "anche" quale sconto di "illiquidità" frequentemente applicato per le imprese non quotate³⁵.

Ne consegue una stima sommaria di lordo valore aziendale di **756.277 sterline inglesi**, pienamente compatibile con Valore economico del capitale W stimato con l'utilizzo del *DCF Method* di cui al superiore par. 6.1.3.7.

6.1.3.9) La conclusiva stima del Valore economico del capitale

Alla luce di quanto esposto nei precedenti paragrafi il valore economico W_{GIV} del capitale della **società in valutazione** può ragionevolmente **stimarsi in**

760.000,00 sterline inglesi

³² <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³³ Per i dati cfr. l par. 6.1.3.2

³⁴ Crf. quanto in merito si è riferito al par. 6.1.3.2

³⁵ Sulla sconto di illiquidità nelle imprese non quotate (nell'ordine di un 25-30%) si veda S. Pozzoli e M. Sodini in *Premi e sconti nella Valutazione di azienda*, in *Valutazione d'azienda* a cura di S. Pozzoli - Wolters Kluwer – 2024 pag.219

quale approssimazione per eccesso del valore economico del capitale W stimato in 754.885 sterline inglesi con l'utilizzo del *DCF Method* (cfr. par. 6.1.3.6), come peraltro controllata anche con una sommaria verifica dei valori patrimoniali (cfr. par. 6.1.3.7) e con l'utilizzo di un multiplo di EBITDA (cfr. par. 6.1.3.8).

6.1.3.10) L'individuazione della PFN

Come già sopra esposto ai fini della valutazione in discorso occorre altresì tenere conto della Posizione Finanziaria Netta della **società in valutazione** che può essere assunta quale quella al 30.9.2024 (data di riferimento della valutazione) pari a 55.107 sterline inglesi, come segue³⁶:

PFN	
SHORT TERM BORROWINGS	100.000
LONG TERM BORROWINGS	83.334
CASH AND EQUIVALENTS	(128.227)
Totale PFN	55.107

6.1.3.11) La rappresentazione conclusiva dell'Equity Value E_qV stimato

Sottraendo la PFN di 55.107 sterline inglesi cui al superiore paragrafo 6.1.3.10 dalla stima del Valore economico del capitale stimato in 760.000,00 (cfr. par. 6.1.3.9) sterline inglesi, si ottiene la rappresentazione conclusiva dell'Equity Value E_qV della **società target della valutazione** stimato dallo scrivente in **705.000** sterline inglesi quale approssimazione dell'importo di 704.893 sterline inglesi:

	E_qV
	£
W	760.000
PFN	(55.107)
E_qV	704.893

appunto quindi approssimato a

705.000 sterline inglesi

³⁶ I dati delle voci esposte in tabella sono quelli riportati al par. 5.1 lett. b

6.2) Conseguente stima del valore delle “azioni in valutazione”

Come sopra rappresentato le **azioni in valutazione** rappresentano il 75% del valore totale del capitale sociale della società *target* della valutazione.

Applicando tale percentuale del 75% alla sopra richiamata stima (di 705.000 sterline inglesi) di *Equity Value* E_qV si ottiene un valore di

528.750 sterline inglesi

Valore questo che, tuttavia, per giungere alla stima del valore delle **azioni in valutazione**, va, a parere dello scrivente, ancora rettificato per tenere conto del c.d. “premio di maggioranza”.

6.2.1) Premio di maggioranza

Nella valutazione delle quote sociali e/o azioni sociali, nella prospettiva della loro vendita, non può trascurarsi anche l'incidenza (o la non incidenza) delle stesse sul controllo della società a cui si riferiscono (c.d. “*controlling interest*”).

In altre parole, in caso di valutazioni di partecipazioni non totalitarie di società, è spesso opportuno prevedere un “premio di maggioranza” o uno “sconto di minoranza”.

All'esperto tocca cioè decidere “*se il valore di una singola azione o quota del capitale trova corrispondenza nel rapporto tra il valore dell'Equity Value ed il numero totale delle azioni o quote in circolazione, o se invece debba variare in ragione di:*

- ❖ *premi di maggioranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è maggiore del predetto rapporto;*
- ❖ *sconti di minoranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è minore del predetto rapporto”³⁷*

Nel caso di specie, con le dovute cautele³⁸, sembrano sussistere i presupposti per il riconoscimento nel valore delle **azioni in valutazione** del premio di maggioranza in relazione a quel maggior valore della partecipazione correlato alla circostanza che acquistando solo una porzione delle partecipazioni rappresentative dell'intero suo capitale sociale se ne può acquisire comunque il pieno controllo della stessa.

³⁷ Così S. Pozzoli e M. Sodini in *Premi e sconti nella Valutazione di azienda*, in *Valutazione d'azienda* a cura di S. Pozzoli - Wolters Kluwer – 2024 - pag.213.

³⁸ Lo scrivente è ben al corrente della prudenza suggerita anche dai principi di valutazione PIV 2015 I.18.1.

Benvero, il detentore della partecipazione del 75% al capitale sociale può determinare la designazione degli organi di *governance* e quindi con essa indirizzare a favore del medesimo detentore (fosse anche per favorirne le sinergie con altre sue imprese) le politiche gestionali³⁹.

Pertanto, a parere di chi scrive è opportuno individuare l'ammontare di tale premio di maggioranza in una misura ragionevolmente congrua che comunque, ovviamente, sommata al 75% dell'*Equity Value* stimato non superi il complessivo valore di quest'ultimo.

In tale delineata prospettiva il premio di maggioranza per la valutazione che occupa può essere in stima quantificato nel 12,5% del suddetto *Equity Value* quale corrispondente a quella della metà delle azioni del pacchetto di minoranza (25% diviso 2). In altre parole, nella specie, secondo chi scrive le azioni di minoranza valgono decisamente meno, in proporzione, di quelle di maggioranza, ed al contrario quelle di maggioranza sensibilmente in più; e tale differenza di valore può essere ragionevolmente traslata dall'una all'altra categoria.

Così calcolato il premio di maggioranza viene ad assurgere ad un totale di

88.125 sterline inglesi

corrispondente 12,5% del totale dell' *Equity Value* stimato in 705.000 sterline inglesi (cfr. *supra* par. 6.1.3.11), ed al 16,67% del 75% di siffatto valore (di 528.750 sterline inglesi - cfr. *supra* par.6.2); e pertanto anche in linea con la prudenza suggerita dai principi italiani di valutazione PIV⁴⁰ le considerazioni formulate in dottrina⁴¹.

6.2.2) Conclusioni

Al termine del "percorso" sopra descritto, per le ragioni fin qui illustrate e sulla base della documentazione acquisita, lo scrivente è giunto alla conclusione che, nei e con i limiti del presente lavoro sopra segnalati⁴², il valore di mercato "*da porre a base d'asta nella vendita competitiva*" delle **azioni** della **SIRM UK** corrispondenti al 75%

³⁹ Sul punto peraltro rileva anche quanto rappresentato al par.5 della presente relazione in ordine al modello statutario adottato dalla società in valutazione.

⁴⁰ Come detto PIV 2015 I.18.1

⁴¹ "La dottrina si è attestata sull'attribuzione di premi di maggioranza variabili tra un minimo del 15% ed un massimo del 30%" così ancora S. Pozzoli e M. Sodini in *Premi e sconti nella Valutazione di azienda*, in *Valutazione d'azienda* a cura di S. Pozzoli - Wolters Kluwer – 2024 pag.217

⁴² Crf. in particolare, ma non esclusivamente, par. 3.

del suo capitale sociale di cui è titolare la fallita **SIRM** --
- possa allo stato stimarsi al meglio in complessive

620.000 sterline inglesi

Valore corrispondente all'approssimazione (a multipli di diecimila) della somma tra (i)
il 75% del sopra stimato *Equity Value* della stessa **SIRM UK** (cfr. *supra* par.
6.1.3.11⁴³) e (ii) lo stimato relativo premio di maggioranza (cfr. *supra* par. 6.2.1⁴⁴):

	£
75% E _q V Sirm UK	528.750
Premi di maggioranza	<u>88.125</u>
Totale valore azioni in valutazione	616.875
	↓
Approssimato a:	620.000

Napoli, 02 gennaio 2025

Dott. Francesco Palmieri

⁴³ Ed a monte tutte le stime e considerazioni sopra descritte e di volta in volta richiamate.

⁴⁴ Ed a monte tutte le stime e considerazioni sopra descritte e di volta in volta richiamate.

- 1) Provvedimento autorizzativo del GD del 29.05.2024 per il conferimento di incarico
- 2) Programma di liquidazione ex art. 104 ter l.f. del 06.12.2021
- 3) Prima scrittura privata del 01.02.2019
- 4) Seconda scrittura privata del 04.03.2019
- 5) Terza scrittura privata del 24.04.2019
- 6) Bilancio depositato SIRM UK al 31.12.2023
- 7) Bilancio SIRM UK al 30.9.2024 con forecast al 31.12.2024
- 8) Bilancio depositato SIRM UK al 31.12.2022
- 9) Bilancio depositato SIRM UK al 31.12.2021
- 10) Riepilogo per mansioni del personale attualmente in forza SIRM UK
- 11) Elenco delle immobilizzazioni materiali - SIRM UK
- 12) Documentazione relativa alle classi di merito – certificazioni - autorizzazioni