



GHEZZI–BRIAN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

RELAZIONE DI STIMA

Alla data del 28 aprile 2006

Perito stimatore: Dott. Ciro Arrigo Nicolig

1. INDICE

1. INDICE.....	2
2. PREMessa.....	3
3. CRONOLOGIA.....	3
COMPLESSO AZIENDALE OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	3
3.1 Oggetto dell'attività.....	3
3.2 Fonti informative.....	3
3.3 Analisi di bilancio.....	4
4. LA STIMA DEL COMPLESSO AZIENDALE.....	5
4.1 I criteri di stima per la valutazione delle azienda, brevi note.....	5
4.2 I metodi di stima prescelti.....	7
4.2.1 Premessa sulle caratteristiche peculiari dell'azienda oggetto di stima.....	7
4.2.2 Il metodo prescelto.....	7
4.3 Il metodo di stima degli intangibili specifici.....	8
4.4 La scelta dei tassi.....	10
4.5 Le assunzioni sul fatturato e i flussi reddituali attesi.....	11
5. I CALCOLI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA.....	13
5.1 Il valore del marchio.....	13
5.2 Il valore dell'azienda.....	13

2. PREMESSA

Nell'ambito dell'attività di liquidazione della Ghezzi-Brian Srl, il sottoscritto liquidatore, Dr. Ciro Arrigo Nicolig, ha ritenuto opportuno redigere la presente sintetica perizia di stima al fine di determinare, con criteri condivisibili, ossia razionali, per quanto possibile dimostrabili e neutrali, il valore economico del complesso aziendale relativo alla produzione e vendita di motociclette ispirate alle competizioni sportive.

Scopo di tale relazione è quello di produrre una stima formalizzata del valore economico aziendale, al fine, da un lato, di determinare un congruo e obiettivo prezzo base di vendita, elemento fondamentale per avviare eventuali trattative con i soggetti interessati all'acquisto del complesso aziendale e dall'altro per garantire una cessione a prezzi corretti.

Benché tale perizia non abbia veste ufficiale, assolvendo principalmente scopi conoscitivi e cautelativi, appare opportuno formalizzare la sua struttura per garantire un contenuto minimale atto ad enunciare i punti fondamentali della stima:

- **le informazioni disponibili;**
- **i modelli adottati;**
- **le assunzioni;**
- **i calcoli;**
- **le conclusioni quantitative.**

3. CRONOLOGIA

Per una migliore comprensione degli aspetti peculiari del complesso aziendale oggetto di stima, si elencano sinteticamente i principali eventi che hanno caratterizzato la storia della Ghezzi-Brian Srl.

- In data 6/12/1995 viene costituita la Ghezzi-Brian S.r.l. scopo della società lo sviluppo di moto da competizione per la categoria Super Twin dedicata ai motori bicilindrici;
- 1996: vittoria nel Campionato italiano Super Twin;
- ottobre 1999: viene presentato e messo in commercio il primo modello di motocicletta, la *SuperTwin 1100*, derivato dalla moto vincitrice del campionato 1996;
- 2000-2001: messa a punto della gamma attuale composta dai modelli *Furia*, *Fionda*, *SuperTwin* e *Racing* (solo competizione);
- 2002: inizia l'attività di Engineering per il settore motociclistico che dà alla luce la Moto Guzzi *MGS-01*, una moto da competizione non omologata per uso stradale e prodotta in piccola serie.
- In data 16/02/2006, dopo un lungo periodo di divergenze tra gli attuali soci sulle decisioni relative alla strategie imprenditoriali più opportune, la Ghezzi-Brian S.r.l. viene posta in liquidazione.

4. IL COMPLESSO AZIENDALE OGGETTO DI VALUTAZIONE

4.1. Oggetto dell'attività

Alla attività iniziale di sviluppo di moto da corsa per la categoria Super Twin dal 1999 subentrava la produzione e il commercio di prototipi non omologati e modelli sportivi su strada: una produzione artigianale che non richiedeva grossi investimenti in impianti ed attrezzature, ma comportava un notevole bagaglio tecnico e progettuale. Si aggiungeva, dal 2002 l'attività di *Engineering*.

4.2. Fonti informative

Ai fini della presente stima è stata utilizzata la seguente documentazione:

- bilanci degli ultimi sei esercizi;
- situazioni contabili degli esercizi presi in esame;
- documentazione contabile;

- dati acquisiti nei diversi colloqui con gli amministratori;
- verifiche ed analisi dei libri sociali;
- contratti con fornitori;
- analisi della situazione fiscale;
- dati e informazioni elaborati da banche dati specializzate meglio specificati nel corso della trattazione.

4.3. Analisi di bilancio:

Nel quadro della presentazione del complesso aziendale oggetto della stima, si è ritenuto opportuno fornire una breve analisi delle performance gestionali raggiunte dalla società nell'ultimo quinquennio.

C.E. RICLASSIFICATO MOL E EBIT										
	2001		2002		2003		2004		2005	
ricavi	305.422	91,20%	745.990	99,86%	433.895	83,93%	176.998	158,29%	88.631	97,78%
altri ricavi e proventi	409	0,12%	204	0,03%	40.315	7,80%	2.147	1,92%	2.015	2,22%
variazione prodotti finiti	29.051	8,67%	819	0,11%	42.763	8,27%	-67.329	-60,21%	0	0,00%
Produzione tipica complessiva	334.882	100,00%	747.013	100,00%	516.973	100,00%	111.816	100,00%	90.646	100,00%
consumi	241.682	72,17%	391.183	52,37%	280.977	54,35%	63.470	56,76%	94.927	104,72%
per servizi	77.276	23,08%	134.352	17,99%	78.448	15,17%	49.529	44,29%	33.393	36,84%
spese di godimento beni di terzi	3.099	0,93%	3.100	0,41%	23.807	4,61%	129.749	116,04%	59.624	65,78%
altri oneri di gestione	53.818	16,07%	64.201	8,59%	4.735	0,92%	0	0,00%	0	0,00%
costi capitalizzati	-88.358	-26,38%	-14.540	-1,95%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore aggiunto	47.365	14,14%	168.717	22,59%	129.006	24,95%	-130.932	-117,10%	-97.298	-107,34%
retribuzioni e oneri relativi	54.619	16,31%	107.199	14,35%	77.554	15,00%	27.965	25,01%	1.308	1,44%
EBITDA (MOL)	-7.254	-2,17%	61.518	8,24%	51.452	9,95%	-158.897	-142,11%	-98.605	-108,78%
ammortamenti immateriali	32.121	9,59%	52.631	7,05%	52.631	10,18%	50.358	45,04%	0	0,00%
ammortamenti materiali	3.125	0,93%	5.892	0,79%	7.277	1,41%	7.277	6,51%	0	0,00%
EBIT (ROC)	-42.500	-12,69%	2.995	0,40%	-8.456	-1,64%	-216.532	-193,65%	-98.605	-108,78%
interessi attivi	726	0,22%	3.998	0,54%	332	0,06%	1	0,00%	1	0,00%
Risultato operativo globale	-41.774	-12,47%	6.993	0,94%	-8.124	-1,57%	-216.531	-193,65%	-98.605	-108,78%
interessi e altri oneri finanziari	3.025	0,90%	11.051	1,48%	5.918	1,14%	142	0,13%	1.030	1,14%
Risultato ordinario	-44.799	-13,38%	-4.058	-0,54%	-14.042	-2,72%	-216.673	-193,78%	-99.635	-109,92%
Proventi e oneri straordinari	45.175	13,49%	-50.545	-6,77%	-276.861	-53,55%	-40.325	-36,06%	28.041	30,94%
Risultato prima delle imposte	376	0,11%	-54.603	-7,31%	-290.903	-56,27%	-256.998	-229,84%	-71.593	-78,98%
imposte sul reddito	0	0,00%	5.499	0,74%	1.650	0,32%	0	0,00%	310	0,34%
Utile (perdita) d'esercizio	376	0,11%	-60.102	-8,05%	-292.553	-56,59%	-256.998	-229,84%	-71.903	-79,32%

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO DESTINATIVO - FINANZIARIO

ATTIVITA' - INVESTIMENTI	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%
Liquidità immediata	54	0,01%	333	0,05%	36.959	11,67%	11.072	12,44%	2.704	20,35%
Liquidità differite	105.455	20,42%	184.204	25,17%	61.285	19,34%	33.671	37,83%	10.584	79,65%
Liquidità immediata e differite	105.509	20,43%	184.537	25,22%	98.244	31,01%	44.743	50,27%	13.289	100,00%
Rimanenze nette	220.608	42,72%	379.961	51,93%	111.238	35,11%	41.567	46,70%	0	0,00%
ATTIVO CIRCOLANTE	326.117	63,15%	564.498	77,14%	209.482	66,12%	86.310	96,97%	13.289	100,00%
Immobilizzazioni materiali	17.507	3,39%	23.205	3,17%	15.928	5,03%	2.666	3,00%	0	0,00%
Immobilizzazioni immateriali	172.763	33,46%	144.008	19,68%	91.377	28,84%	0	0,00%	0	0,00%
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,00%	34	0,00%	34	0,01%	34	0,04%	0	0,00%
Crediti attivo circolante oltre 12 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attività immobilizzate	190.270	36,85%	167.247	22,86%	107.339	33,88%	2.700	3,03%	0	0,00%
ATTIVO FISSO	190.270	36,85%	167.247	22,86%	107.339	33,88%	2.700	3,03%	0	0,00%

TOTALE CAPITALE INVESTITO **516.387** 100,00% **731.745** 100,00% **316.821** 100,00% **89.010** 100,00% **13.289** 100,00%

PASSIVITA' - FINANZIAMENTI	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%
Debiti a breve termine	371.376	71,92%	326.533	44,62%	146.591	46,27%	99.772	112,09%	41.108	309,34%
Debiti v/fornitori	127.974	24,78%	389.808	53,27%	55.609	17,55%	124.326	139,68%	179.172	1348,30%
Debiti a medio/lungo termine	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Trattamento di fine rapporto	2.960	0,57%	3.441	0,47%	4.711	1,49%	0	0,00%	0	0,00%
Altri fondi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	12.000	13,48%	12.000	90,30%
FINANZIAMENTI DI TERZI	502.310	97,27%	719.782	98,37%	206.911	65,31%	236.098	265,25%	232.280	1747,94%
I. Capitale sociale	10.500	2,03%	10.500	1,43%	10.500	3,31%	10.500	11,80%	10.500	79,01%
IV. Riserva legale	1.030	0,20%	1.405	0,19%	1.405	0,44%	1.405	1,58%	1.405	10,58%
VI. Altre riserve	-1	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VIII. Utile (perdita) portato a nuovo	2.172	0,42%	2.172	0,30%	58	0,02%	0	0,00%	-256.998	-1933,95%
IX: Utile (Perdita) dell'esercizio	376	0,07%	-60.102	-8,21%	-292.553	-92,34%	-256.998	-288,73%	-71.903	-541,08%
debiti v/soci	0	0,00%	57.988	7,92%	390.500	123,26%	98.005	110,11%	98.005	737,50%
FINANZIAMENTI PROPRI	14.077	2,73%	11.963	1,63%	109.910	34,69%	-147.088	-165,25%	-218.991	-1647,94%

FONTI DEL CAPITALE INVESTITO **516.387** 100,00% **731.745** 100,00% **316.821** 100,00% **89.010** 100,00% **13.289** 100,00%

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA					
	2001	2002	2003	2004	2005
Disponibilità liquide	54,00	333,00	36.959,00	11.072,00	2.704,32
Debiti finanziari	28.603,00	122.106,00	0,00	0,00	49,73
Debiti v/banche a breve t.	28.603,00	122.106,00	0,00	0,00	49,73
Debiti v/banche a lungo t.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestiti obbligazionari	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	-28.549,00	-121.773,00	36.959,00	11.072,00	2.654,59

La posizione finanziaria netta è determinata dai debiti finanziari al netto delle disponibilità liquide. Nei debiti finanziari sono stati considerati i debiti verso le banche a breve termine: la società non ha contratto, nel periodo, debiti verso le banche a medio/lungo termine e/o prestiti obbligazionari.

INDICATORI					
	2001	2002	2003	2004	2005
Vendite	305.422	745.990	433.895	176.998	88.631
EBITDA (margine operativo lordo)	-7.254	61.518	51.452	-158.897	-98.605
EBIT (reddito operativo caratteristico)	-42.500	2.995	-8.456	-216.531	-98.605
ROI (Return On investment)	0,07%	-8,21%	-92,34%	-288,73%	-541,08%
ROE (Return On Equity)	2,67%	-502,40%	-266,18%	-288,73%	-541,08%
ROS (Return On sales)	-13,92%	0,40%	-1,95%	-122,34%	-111,25%
TIGEC (incidenza finanziari, straordinari, imposte)	-0,90%	-859,43%	3601,03%	118,69%	72,92%
RC (rapporto attività correnti e passività correnti)	65,31%	78,80%	103,60%	38,51%	6,03%
RI rapporto di indebitamento)	3668,30%	6116,73%	288,25%	-60,51%	-6,07%

5. LA STIMA DEL COMPLESSO AZIENDALE

5.1. I criteri di stima per la valutazione delle aziende, brevi note:

Pur nell'estrema sintesi si ritiene comunque opportuno ribadire i concetti teorici legati ai metodi di stima delle aziende per meglio esplicitare le ragioni che hanno portato alla scelta di una determinata metodologia.

Il criterio di stima, secondo le indicazioni della dottrina e della prassi aziendale, deve optare per un metodo che risponda nel più alto grado possibile alle seguenti caratteristiche:

- **Razionalità**, nel senso che il metodo applicato deve basarsi su un percorso logico, chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile;
- **Dimostrabilità**, i dati alla base del processo valutativo devono poter essere controllati e controllabili;
- **Obbiettività**, il metodo deve essere fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili;
- **Neutralità**, nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarie, immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime.

Nel seguente prospetto sono brevemente riepilogati i principali metodi di valutazione del valore economico aziendale, con le caratteristiche più salienti.

metodi	base teorica	formula di riferimento	pro	contro
finanziari	il valore economico dipende dalla dimensione e dalla distribuzione nel tempo dei flussi finanziari che l'azienda renderà disponibili nel futuro per l'investitore, attualizzati ad un tasso i pari al tasso di rendimento medio del settore in cui l'azienda opera	$W = \sum_{t=1}^n CF_t(1+i)^{-t}$	rispondono perfettamente al requisito della razionalità	eccessiva soggettività nella previsione dei flussi finanziari
reddituali	il capitale economico, essendo correlato alla sua capacità di generare redditi futuri, è pari al valore dei redditi futuri attualizzati a un tasso congruo, pari al tasso di rendimento medio del settore in cui opera l'azienda	$W = R \times a_{n-1} i$ (oppure) $W = R/i$	rispondono perfettamente al requisito della razionalità	la previsione dei flussi reddituali si basa spesso sulla proiezione dei dati storici, più o meno ripetibili
patrimoniali	il capitale economico dell'azienda è dato dal valore corrente di sostituzione del suo patrimonio alla data di riferimento della sua valutazione	$W = K$	sono soddisfatti pienamente i requisiti di obiettività, generalità e stabilità, in quanto la determinazione dei valori correnti di sostituzione dei singoli elementi aziendali è basata su dati di mercato che sono verificabili in maniera piuttosto oggettiva	razionalità discutibile in quanto i metodi si fondano esclusivamente sul valore del patrimonio, trascurando completamente la capacità di produrre flussi monetari e/o reddituali
metodi misti patrimoniale e reddituali	determinano il capitale economico dell'azienda considerandone contemporaneamente sia l'aspetto patrimoniale che quello reddituale	(metodo misto con stima autonoma dell'avviamento) $W = K' + (R - K'i) \times a_{n-1} i$	costituiscono soluzioni di compromesso, forse discutibili sul piano concettuale, ma talora valide su quello applicativo	concentrano i pregi e i difetti dei metodi reddituali e patrimoniali
metodi empirici	determinano il valore economico dell'azienda prendendo a riferimento i prezzi praticati sul mercato, attraverso l'utilizzo dei multipli, determinati periodicamente dagli analisti di mercato. Il multiplo applicato secondo la prassi del <i>peering analysis</i> , viene determinato attraverso la media di analoghi multipli riferiti ad un campione di <i>comparables</i> , cioè di società comparabili	P/E; EV/EBIT; EV/EBITDA	facilità di applicazione	Alta soggettività, riflette gli umori di mercato, la scelta delle <i>comparables</i> influenza molto il risultato finale, non prende in considerazione variabili chiave quali il rischio dell'investimento, il tasso di crescita o i flussi finanziari o reddituali. Metodo inapplicabile nei confronti di aziende molto piccole

In conclusione qui basti dire che non esiste un metodo da preferire in assoluto, ma da ricercarsi di volta in volta in relazione ai caratteristiche dell'impresa da valutare ed alle specifiche condizioni ambientali.

5.2. I metodi di stima prescelti

5.2.1 Premessa sulle caratteristiche peculiari dell'azienda oggetto di stima

La Ghezzi-Brian Srl è una piccola azienda di fattura “artigianale”, presente sul mercato da un numero limitato di anni (dieci), con risultati, per quanto riguarda la capacità di reddito, mai realmente consolidati. L'andamento dei ricavi dimostra come l'azienda non abbia finora saputo esprimere al meglio le proprie effettive potenzialità. Dal 2003, momento in cui le vendite raggiungevano livelli interessanti, prossimi a quelli necessari per la remunerazione del capitale investito, fattori esogeni alla ordinaria gestione, ma endogeni alla compagine societaria, influenzavano gravemente le scelte operative, ostacolando, da un lato, quel controllo sui costi diretti che avrebbe aiutato l'azienda al raggiungimento di un congruo risultato di gestione in rapporto al livello di fatturato raggiunto e dall'altro, con opportune politiche di distribuzione e promozione, ogni ulteriore passo verso il consolidamento delle quote di mercato fino a quel momento conseguite.

L'azienda, malgrado tutto, si è dimostrata capace di una produzione con elevati contenuti tecnici, in grado di mettere a punto prototipi e modelli omologati su strada con elevati livelli tecnico-prestazionali, tali da costituire un riferimento nel settore delle motociclette sportive da corsa, con un marchio commerciale ben conosciuto dagli esperti e appassionati del settore nell'ambito dei più ricchi mercati internazionali tra cui, oltre all'Europeo (Italia, Svizzera e Inghilterra in particolare) quelli USA e Giapponese.

Punti di forza della Ghezzi-Brian Srl sono i cosiddetti intangibili che la genialità dei tecnici, con ridottissime risorse economiche e finanziarie, ma grande creatività, tipicamente italiana, hanno conseguito, in particolare mi riferisco:

- al **Know-How** dei prototipi e dei modelli commercializzati, che hanno direttamente inglobato le conoscenze tecniche accumulate e derivanti dall'attività agonistica;
- alla discreta **rinomanza del marchio commerciale**, legata alle vittorie sportive ma anche al tam-tam degli appassionati, rinvigorita da un sito internet (www.ghezzi-brian.com) ben fatto e alquanto visitato e dalle innumerevoli riviste di settore internazionali, che in ogni paese ove è presente la passione motociclistica, non hanno mai mancato di mettere a fuoco le gesta e i risultati della Ghezzi-Brian, dal giorno in cui l'allora scuderia si è scavata una sua nicchia nel mondo delle corse motociclistiche, seguendo tutti i passi tecnici in termini di prototipi e di lancio dei modelli su strada;
- alla natura dei **prodotti commercializzati**, artigianali, quasi su misura, da “atelier”, ma ad alto contenuto prestazionale, dove forte è la motivazione “ideologica” del potenziale acquirente: tutto ciò porta ad esprimere senza riserve il parere che il settore di mercato di appartenenza sia quello di livello cosiddetto *Premium*, laddove il prezzo di vendita è, almeno in buona parte, una variabile secondaria, contando molto di più il grado qualitativo-tecnico del prodotto anche in rapporto a quello della concorrenza. Un ambito in cui pochi costruttori riescono ad entrare, e dove molto difficile è permanere, spesso al prezzo di costose strategie di marketing di lungo periodo;
- al **livello tecnico raggiunto e percepito dagli operatori e dal pubblico**, indirettamente riconosciuto anche da case storiche come la Moto Guzzi Spa di Mandello sul Lario, che non ha esitato a chiedere direttamente alla Ghezzi.Brian Srl uno specifico contributo per l'ideazione e progettazione del prototipo da corsa MGS-01, destinato alle piste e pubblicizzato per rilanciare la storica marca di motociclette nell'ambito delle competizioni sportive.

In conclusione, il complesso aziendale oggetto di stima ha le caratteristiche proprie di una Start-up, per quanto riguarda potenzialità commerciali e reddituali inesprese, ha un ridotto patrimonio in beni materiali, tuttavia nel contempo possiede una serie di intangibili conseguiti sul campo nei dieci anni di attività il cui valore non può essere sottovalutato in sede di stima del capitale economico dell'azienda.

5.2.2 Il metodo prescelto

Alla luce di quanto rilevato nella precedente premessa, date le citate peculiarità del complesso aziendale in oggetto il metodo di stima prescelto è quello del **modello misto con stima autonoma del goodwill (badwill) con attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni e separazione degli intangibili specifici**, la formula di riferimento è la seguente

$$W_m = K + BI + a_{n, i} (R' - i'' K)$$

Dove:

- **R** = reddito atteso
- **R'** = **R** – costo di privazione dell'intangibile
- **BI** = valore degli intangibili
- **K** = capitale netto rettificato
- **K'** = capitale netto rettificato maggiorato del valore degli intangibili specifici
- **i''** = costo del capitale (c.o.e.)
- **i** = tasso di attualizzazione del reddito differenziale
- **n** = periodo in anni di proiezione dei redditi attesi

Occorre aggiungere che il metodo misto patrimoniale-reddituale, più accreditato in Europa che altrove, negli Stati Uniti è stato spesso considerato un metodo applicabile nella stima di piccole e medie aziende. Nell'esperienza italiana, il mondo professionale e larga parte di quello accademico hanno a lungo considerato tale modello tra i più utilizzati e razionali.

La versione in esame, *con separazione degli intangibili specifici*, alternativa alla versione base del modello misto patrimoniale-reddituale, è utilizzabile in presenza di rilevanti valori di intangibili specifici, e forte differenza tra capitale netto rettificato e capitale netto rettificato al lordo degli intangibili. All'origine di questa applicazione è la difficoltà di stimare una misura di reddito medio normale atteso nella quale sia compresa una componente di intangibile ragionevolmente stimata. Questa esigenza si fa più sentita quando risulti particolarmente difficoltosa la previsione, da un lato, degli investimenti futuri nei singoli intangibili specifici e, dall'altro, del deperimento economico che essi subiranno. In tal caso si può sostituire un costo di privazione degli intangibili specifici misurabile sulla base di parametri di mercato: nel presente caso, si tratta per lo più del valore del marchio commerciale, stimato con il metodo del royalty rate, la privazione viene stimata diminuendo il reddito medio normale atteso (**R**) del tasso di royalty utilizzato nella stima (rimando al punto successivo la descrizione sul metodo di stima degli intangibili adottato).

La scelta di tale modello ha qui significato per la presenza delle seguenti condizioni:

- vi sono ingenti valori di intangibili specifici, la cui stima è legata, come vedremo, ai cosiddetti criteri comparativi (in questo caso il metodo del royalty rate);
- vi sono gravi incertezze nella stima dei deperimenti futuri e dei nuovi investimenti in intangibili specifici;
- vi è la necessità di dimostrare con riferimenti oggettivi il concorso degli intangibili specifici alla formazione del reddito aziendale.

Si sottolinea, in ultimo, che benché altri metodi di stima siano stati presi in considerazione a ulteriore riscontro e comprova dei valori qui determinati (**metodo reddituale asset side**), per le specifiche finalità della presente relazione, finalizzata a scopi prettamente conoscitivi e cautelativi, non si ritiene sia necessario procedere alla loro descrizione con l'analitica esposizione dei risultati ottenuti.

5.3. Il metodo di stima degli intangibili specifici

In forza delle argomentazioni di cui ai punti precedenti, la stima del presente complesso aziendale viene attuata considerando la Ghezzi –Brian Srl una vera e propria *start-up*, un'azienda, cioè dove assunzioni sui potenziali, seppure in modo particolarmente prudente, prevalgono sull'analisi e

proiezione della serie dei dati storici reddituali, questi ultimi gravati, come vedremo più in particolare nel successivo paragrafo sull'analisi dei flussi reddituali attesi, da voci di costo estemporanee e non prettamente legate alla gestione ordinaria. Infatti, relativamente ai bilanci degli ultimi cinque esercizi, attraverso una mirata revisione dei costi si dimostra che, almeno nei periodi d'imposta 2002, 2003 e in parte nel 2004, era possibile conseguire una gestione tipica remunerativa, con un seppur limitato avviamento commerciale.

Ciò avvalorava l'ipotesi di fondo che, relativamente al complesso aziendale oggetto di stima, sia lecito valutare separatamente alcuni intangibili specifici, nel pieno rispetto del cosiddetto vincolo fondamentale dello scenario reddituale: questo prevede che, *quali che siano i metodi adottati e quali che siano le finalità della stima, il valore degli intangibili specifici trova sempre il limite del valore dell'azienda nel suo complesso, appropriatamente stimato e depurato del valore delle altre attività e passività.*

E', inoltre, parere dello scrivente che, alla luce dei fatti e nello scenario più realistico siamo di fronte non tanto a una azienda in perdita quanto a una situazione di redditi scarsi, cioè in sostanza di una insufficiente remunerazione del capitale investito: questa considerazione può attenuare la regola che prevede l'esclusione del capitale netto rettificato maggiorato del valore degli intangibili specifici in caso di valutazione di aziende sistematicamente in perdita.

Per quanto riguarda la classificazione degli intangibili oggetto di stima, si ritiene opportuno adottare il criterio della Dominanza secondo il quale: a) *la separazione degli intangibili in molte classi genera il rischio di sovrapposizioni, b) riconoscendo che di fatto le aree nelle quali è più agevole identificare gli intangibili sono il marketing e la tecnologia, sarebbe meglio limitarsi a queste due classi, definendo adeguatamente i contenuti dell'una e dell'altra.*

Sulla base di tale principio, ritenuto che dal lato della tecnologia il Know How aziendale inteso come progetti e disegni industriali, non sia, in questo particolare contesto, facilmente valutabile in termini rigorosi ed oggettivi, si conclude che l'unico *intangibile specifico* al momento in grado di essere obiettivamente stimato e il cui valore andrà a comporre il capitale netto rettificato, è quello relativo al **nome e logo della società**, inteso anche come **marchio commerciale**.

Preme tuttavia sottolineare che l'interessato meglio farà a considerare nella sua personale valutazione sulle opportunità d'acquisto, anche il valore del bagaglio tecnico relativo ai prototipi e ai prodotti immessi sul mercato, facente sicuramente parte del complesso aziendale oggetto di cessione.

Il criterio di stima adottato è quello del **relief from royalties** (dello **sgravio delle royalties**). La premessa del metodo "è l'ipotesi che un'azienda sarebbe costretta a remunerare il legittimo proprietario dell'intangibile specifico (il marchio) se non possedesse il diritto a utilizzarlo. Dato che la proprietà del marchio solleva l'azienda dall'obbligo di tali pagamenti (*royalties*), le performance finanziarie della società migliorano nella misura in cui tali pagamenti di *royalties* vengono evitati. La *royalty* è generalmente espressa come percentuale dei ricavi lordi (prima delle imposte)"¹

Naturalmente, i tassi di *royalties* dovranno essere determinati in via di comparazione con casi omogenei, tenendo presente, come per tutti gli indicatori e i multipli tratti dal mercato per società comparabili, che i dati generici sono inutilizzabili per fini operativi.

La formula di riferimento, è la seguente²:

$$BI = \sum_1^n r \times S_i \times v^i + \frac{r \times S}{i} \times v^n$$

¹ M. Mard, R. Hitchner, S. Hyden, M. Zyla, *Valuation for Financial Reporting*, New York, Wiley, 2002, p. 61.

² Si veda il *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Guatri-Bini, UBE, 2005, p.180

Dove:

BI = valore intangibile;

n = numero periodi di previsione analitica in anni;

S = volume delle vendite atteso;

r = tasso di royalty;

vⁱ = formula di attualizzazione.

Si ritiene opportuno anticipare che i tassi di capitalizzazione sono applicati in base al criterio della **stima autonoma del beta dell'asset intangibile**, meglio spiegato nel successivo paragrafo sulla scelta dei tassi: qui basti dire che tale criterio di stima è stato sviluppato prevalentemente ai fini della valutazione dei marchi. Il metodo consiste nel determinare il profilo di rischio del reddito di pertinenza del marchio in base all'analisi della forza relativa, ottenuta assegnando un punteggio (da 1 a 10) a dieci profili rilevanti che permettono di attribuirgli un *rating*.

5.4. La scelta dei tassi

Riporto di seguito una sintesi dei tassi utilizzati per la valutazione del complesso aziendale e degli *intangibili specifici*:

- **Tasso privo di rischio, *risk free rate***, ossia il rendimento di un titolo privo di rischio, pari al rendimento di un titolo di stato a media-lunga scadenza. Il tasso determinato è pari al 4,68%;
- ***Equity Risk Premium (ERP)***, premio per il rischio di mercato azionario, posto pari al 5,00%;
- **Coefficiente beta medio di settore, β** , qui basti dire *che* rappresenta il rischio non diversificabile di settore, ossia la rischiosità del titolo rispetto all'intero portafoglio di mercato. Il coefficiente medio per il settore *Auto & Truck* ricavato sul mercato USA (fonte <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) su un numero di 29 società è pari a 1,23;
- **Coefficiente di correzione del beta medio di settore**, corregge il beta medio di settore sulla base del punteggio, rating assegnato al marchio. È calcolabile sulla base del seguente algoritmo³:

$$\text{coefficiente di correzione del beta medio di settore} = (1 - \text{punteggio} / 100) \times 2$$

Il punteggio è ricavato secondo la seguente tabella di *scoring* del marchio:

Profilo	punteggio
Tempo di permanenza sul mercato	0,5
distribuzione	0,5
quota di mercato	0
posizionamento di mercato	5
tasso di crescita del fatturato	0
premium price	8
elasticità di prezzo	6
costi di marketing e di supporto al brand	7
awarness pubblicitaria/effetto	1
awarness del brand e royalty	8
	36
rating	CCC

³ Si veda il *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Guatri-Bini, UBE, 2005 pag. 456.

- Il coefficiente di correzione così determinato è pari a 1,28;
- **Beta del marchio o beta corretto, β'** , si ricava dal prodotto fra il beta medio di settore e il coefficiente di correzione, è pari a 1,57;
 - **Costo dell'equity, (c.o.e.)**, utilizzato per l'attualizzazione degli intangibili è determinato secondo il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ossia la formula:

$$- \text{ERP} \times \beta' + \text{risk free rate}$$

- Il valore così determinato è pari al 12,55%;
- **Tasso di attualizzazione del reddito differenziale**, la scelta dipende dal segno dei redditi differenziali: a redditi differenziali negativi è logico che corrisponda al puro compenso finanziario nel tempo, cioè il tasso senza rischio o *risk free rate*, pari al 4,68% ; a redditi differenziali positivi deve corrispondere alla somma del tasso senza rischio e dell'ERP, quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente beta, per un valore determinato pari al 10,83%,

5.5. Le assunzioni sul fatturato e i flussi reddituali attesi

Scelto il criterio di stima con *attualizzazione limitata del sovrareddito*, occorre definire il periodo entro il quale far ricadere le proiezioni analitiche dei flussi reddituali attesi. Un periodo di cinque anni appare in grado di limitare, la grande soggettività sottostante previsioni di scenari più lunghi, specie in ambiti come questo dove l'obsolescenza dei prodotti e il cambiamento delle mode e dei gusti dei consumatori è all'ordine del giorno.

Si premette che la determinazione dei flussi reddituali attesi è ricavata tenendo conto delle scarse e insufficienti performance storiche dimostrate dall'azienda in oggetto. Pertanto le previsioni sono state effettuate con assunzioni che hanno di proposito sottostimato le presunte potenzialità aziendali, privilegiando, ove possibile, il dato storico a quello prospettico. Si è preferito, inoltre, puntare su elementi quantitativi per quanto possibile oggettivamente verificabili, piuttosto che propendere su avventate proiezioni di fatturato legate a presunte strategie di penetrazione di mercato, che tra l'altro sono nei fatti lasciate alla futura intraprendenza e capacità di chi intendesse rilevare l'azienda.

Riporto di seguito un prospetto che riepiloga le assunzioni circa le vendite attese per i prossimi 5 esercizi di attività

Assunzioni sulle vendite attese					
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Numero di motociclette	15,00	40,00	50,00	65,00	85,00
Prezzo unitario	15.953,00	15.953,00	15.953,00	15.953,00	15.953,00
Fatturato annuo atteso	239.295,00	638.120,00	797.650,00	1.036.945,00	1.356.005,00

Dal lato delle vendite, in particolare si è assunto che il fatturato sia direttamente proporzionale al numero di motociclette vendute: per quanto riguarda il prezzo unitario di vendita, per semplicità, pur considerando che un'ideale politica di revisione dei prezzi andrebbe portata avanti, si è comunque tenuto conto della media dei prezzi storici di listino relativi all'ultimo anno di effettiva commercializzazione, periodo d'imposta 2004, con un riallineamento del 4% per tenere conto almeno in parte dell'inflazione. Si sono escluse previsioni sulle altre attività collaterali ("Tuning", produzione moto da corsa, ecc.) che pure hanno storicamente contribuito al fatturato della Ghezzi-Brian.

I quantitativi di vendita sono stati previsti tenendo conto della necessità di riavviare la produzione e la commercializzazione. L'analisi storica dimostra come il massimo livello delle vendite si sia ottenuto nel 2002, tre anni dopo l'effettivo lancio sul mercato delle motociclette su strada, avvenuto all'inizio del 2000, in seguito alla presentazione ufficiale avvenuta nell'ottobre del 1999: pertanto, posto il riavvio dell'attività all'inizio del 2007, si prevede il raggiungimento dello stesso volume di

vendita nell'esercizio 2009. Con un lieve intervento dal lato della distribuzione e della promozione, appare inoltre oggettivamente raggiungibile il livello atteso per l'anno 2011, pari a un quantitativo di 85 motociclette vendute. Per gli anni successivi si ritiene largamente possibile un livello di vendite a regime pari a 85 pezzi. Sono escluse dalla previsione le considerazioni sulle potenzialità di vendita generate da ulteriori e differenti politiche di marketing, promozione e distribuzione.

Dal lato dei costi si è valutato in particolare il costo del personale. Di seguito viene illustrato un prospetto che riepiloga le assunzioni sull'impiego del personale in base ai livelli di produzione attesi nei futuri cinque esercizi.

Assunzioni per il costo del personale					
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
n. operai per la produzione	1	2	3	4	5
n. impiegati	1	1	1	1	1
Totale dipendenti	2	3	4	5	6

Per un dovere di oggettività, si sono evitate considerazioni su un migliore sfruttamento della forza lavoro nell'ambito produttivo, altresì ci si è basati sullo storico aziendale e sulla produttività per addetto che da tale serie storica è ricavabile.

Per quanto riguarda i costi diretti di produzione, si è prudenzialmente tenuto conto della massima incidenza raggiunta in percentuale sul fatturato e ricavata dai bilanci riclassificati, pari al circa il 56,76% nell'anno 2004. Messa al bando ogni presunzione su un possibile intervento per razionalizzare i costi e limitarne il peso.

Relativamente ai *costi generali*, anche qui si è tenuto conto della serie storica, prendendo il valore massimo dell'incidenza pari al 17,99% e relativo all'anno 2002. Per ragioni di rapporti tra la ex controllante Sabro Srl e la controllata Ghezzi-Brian Srl, è risultata non inerente e pertanto da escludere da una previsione di redditi normalizzati, la serie storica delle *spese di godimento su beni di terzi*, inglobante per lo più le locazioni passive chieste a rimborso dalla Sabro Srl, costi eccessivi in rapporto allo spazio dei locali operativi effettivamente occupato dalla ditta in oggetto per la produzione. In conclusione, si ritiene corretto considerare le spese per affitti già comprese nell'ammontare dei costi generali così come sopra determinato. Sono inoltre considerati di natura straordinaria gli altri *oneri di gestione*, iscritti per ingente valore nei bilanci 2001 e 2002 e relativi alle spese tecniche per la costruzione dei prototipi.

Dal lato degli ammortamenti, avendo adottato il metodo *patrimoniale-reddituale con separazione degli intangibili specifici*, si ritiene corretto computare unicamente quelli relativi ai beni materiali con il dato storico preso quale valore di riferimento. Esclusa ogni assunzione in termini di *impairment* degli intangibili a vita indefinita.

Le imposte sono calcolate con l'aliquota media del 33%. Esclusa ogni considerazione in termini di politica di bilancio ai fini fiscali.

Riporto di seguito il prospetto che riepiloga i flussi reddituali attesi in base alle assunzioni su esposte.

Prospetto delle vendite e dei flussi reddituali attesi					
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Produzione tipica complessiva	239.295,00	638.120,00	797.650,00	1.036.945,00	1.356.005,00
Costi di produzione	136.398,15 57%	363.728,40 57%	454.660,50 57%	591.058,65 57%	772.922,85 57%
Costi generali	42.600,00 18%	113.600,00 18%	142.000,00 18%	184.600,00 18%	241.400,00 18%
Valore aggiunto	60.296,85	160.791,60	200.989,50	261.286,35	341.682,15
Retribuzioni ed oneri relativi	56.500,00 24%	84.750,00 13%	113.000,00 14%	141.250,00 14%	169.500,00 12%
EBITDA (MOL)	3.796,85	76.041,60	87.989,50	120.036,35	172.182,15

Ammortamenti materiali	4.520,00	4.520,00	4.520,00	4.520,00	4.520,00
EBIT (ROC)	-723,15	71.521,60	83.469,50	115.516,35	167.662,15
Imposte	0,00	23.602,13	27.544,94	38.120,40	55.328,51
Utile Netto (E)	-723,15	47.919,47	55.924,57	77.395,95	112.333,64

6. I CALCOLI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

6.1. Il valore del marchio

Per ricavare il valore del marchio occorre innanzitutto determinare il tasso di *royalty* applicabile. A tal proposito, anche per contenere i costi della presente relazione, si è ritenuto opportuno ricercare il dato attingendo direttamente dalla banca dati del sito <http://sec.edgar-online.com>. In particolare si è proceduto alla ricerca di tutti gli atti contenenti riferimenti a tassi di *royalty* trattati da società nel medesimo settore in cui opera la Ghezzi-Brian srl relativamente all'ultimo quinquennio. L'indagine avvalorata un livello del tasso pari al 5% sul totale delle vendite.

Informazione interessante ricavata dalla predetta ricerca è quanto illustrato nella relazione sulla gestione pubblicata dalla DUCATI MOTOR Holding S.p.A. per il bilancio al 31.12.2005, che a pagina 55 in tema di marchi riporta letteralmente quanto segue: "The royalty rate applied to the sales of the "High Margin Motorcycle" CGU is 7,40%, while rate applied to the sale of other segments is 5% (...)".

Alla luce dei dati così determinati, si ritiene congruo applicare un tasso di *royalty* pari al 5%.

Riporto di seguito un prospetto che riassume i flussi di *royalties* così determinati.

Prospetto per la determinazione dei flussi di royalties attesi						
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	n-simo
fatturato	239.295,00	638.120,00	797.650,00	1.036.945,00	1.356.005,00	1.356.005,00
tasso r di royalty	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
flusso previsto	11.964,75	31.906,00	39.882,50	51.847,25	67.800,25	67.800,25
tasso di attualizzazione (c.o.e.)	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%

Sulla base di tali valori, secondo il criterio di stima adottato, attualizzando al tasso c.o.e. del 12,55%, si ricava un valore del marchio pari a Euro 432.690,26.-.

6.2. Il valore dell'azienda

Si riporta di seguito il prospetto che riassume la determinazione dei sovraredditi attesi in base ai criteri di stima adottati.

Calcolo dei sovraredditi in base alle attese reddituali					
	2007	2008	2009	2010	2011
reddito medio atteso	-723,15	47.919,47	55.924,57	77.395,95	112.333,64
capitale K	155.000,00	155.000,00	155.000,00	155.000,00	155.000,00
capitale +intangibili K+BI	587.690,26	587.690,26	587.690,26	587.690,26	587.690,26
costo del capitale COE	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%
rendimento del capitale	19.452,50	19.452,50	19.452,50	19.452,50	19.452,50
reddito	-723,15	47.919,47	55.924,57	77.395,95	112.333,64
costo privazione intangibili	-11.964,75	-31.906,00	-39.882,50	-51.847,25	-67.800,25
reddito al netto costo privazione	-12.687,90	16.013,47	16.042,07	25.548,70	44.533,39
goodwill (badwill)	-32.140,40	-3.439,03	-3.410,43	6.096,20	25.080,89
tasso di attualizzazione	4,68%	4,68%	4,68%	10,83%	10,83%

Per quanto riguarda il valore del capitale netto rettificato al netto degli intangibili specifici (K), si è fatto riferimento al valore di realizzo delle giacenze di magazzino inventariate in sede di consegna della società al liquidatore sociale non sussistendo altri impianti o attrezzature di valore rilevante.

Dai conteggi si ricava quanto segue:

- Valore del capitale netto rettificato... **K** = 155.000,00.-
- Valore degli intangibili specifici.....**BI** = 432.690,26.-
- Valore del Badwill senza intangibili.....= -11.784,33.-

Il valore dell'azienda è pertanto pari a **Euro 575.905,93.-**, che si ritiene corretto ai fini dell'eventuale cessione.

Missaglia, 28 aprile 2006

Dott. Ciro Arrigo Nicolig