

RELAZIONE DI STIMA DELLA SOCIETÀ

SALENTO TECNICA S.R.L.

Sede in 73042 Casarano (LE) – Contrada Pietrabianca

C.F., Partita IVA e numero di iscrizione nel Registro Imprese di Lecce n. 02583340753

REA n. LE – 170266

Parte I

PARTE GENERALE

Natura e finalità dell'incarico

Il sottoscritto

- Dott. Giovanni De Gaetani, [REDACTED] a [REDACTED] iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili di [REDACTED] iscritto nell'Elenco dei Revisori Legali [REDACTED] ha ricevuto incarico dalla

- Società [REDACTED] [REDACTED], codice fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione nel Registro Imprese di Lucca [REDACTED], in persona del Curatore fallimentare Rag. Romeo Buchignani, [REDACTED]:

di stimare il valore della seguente partecipazione detenuta dalla fallita:

partecipazione del valore nominale di € 3.442,00 al capitale sociale di complessivi € 10.328,00 della società "SALENTO TECNICA S.R.L.", con sede in 73042 Casarano (LE) – Contrada Pietrabianca, C.F., Partita IVA e numero di iscrizione nel Registro Imprese di Lecce n. 02583340753, REA n. LE – 170266.

Dichiarazione di indipendenza

Il sottoscritto Dott. Giovanni De Gaetani dichiara espressamente:

- di non avere alcun interesse nei confronti della società conferente l'incarico;
- di non essere legato a coloro che hanno interesse all'operazione da rapporti di natura personale o professionale o ad altre posizioni di conflitto, che possono metterne in dubbio l'indipendenza e l'obiettività;
- di non aver prestato attività di lavoro subordinato o autonomo in favore delle parti che hanno interesse all'operazione.

Principi di riferimento

La presente Relazione di Stima non prevede l'adesione espressa ai PIV (Principi Italiani di Va-

lutazione), in quanto si ritiene che gli stessi – sebbene predisposti, diffusi per la consultazione ed infine resi definitivi – ad oggi non siano adeguatamente recepiti e metabolizzati dalla prassi operativa.

Tuttavia molti aspetti del procedimento di valutazione possono ben essere impostati tenendo conto di quanto previsto nei PIV, al fine di rendere lo stesso maggiormente solido e dimostrabile.

In questo senso si rivelano essenziali i 4 principi cardine della teoria della valutazione, qualificati dalla rete concettuale:

- a) la valutazione si riferisce ad un determinato punto nel tempo;
- b) la valutazione è per sua natura prospettica;
- c) i tassi di attualizzazione sono derivati dal mercato;
- d) la valutazione può essere influenzata dalla liquidità e da altri fattori.

Oggetto della valutazione

L'individuazione della corretta impostazione da adottare al fine di adempiere all'incarico impone la preliminare verifica del "perimetro valutativo", inteso quale analisi quali-quantitativa dell'oggetto da stimare.

La "SALENTO TECNICA S.R.L." è stata costituita in data 20/03/1992 per atto Notaio

Il capitale sociale, di originarie L. 20.000.000, è stato convertito con arrotondamento ad € 10.328,00 con atto del 06/12/2001.

L'elenco soci iscritto nel Registro delle Imprese riporta la seguente ripartizione del capitale sociale:

Socio	Quota €	%
	3.443,00	33,3366%
	3.443,00	33,3366%
	3.442,00	33,3268%

Come si rileva dall'Art. 3 dello Statuto vigente, l'oggetto sociale è il seguente:

La Società ha lo scopo di:

- istituire nei territori del Mezzogiorno d'Italia opifici propri per la costruzione, ricostruzione, riparazione, modifiche e ammodernamenti di macchinari, attrezzature e accessori industriali per calzaturifici, industrie tessili, dell'abbigliamento e per la lavorazione di materie plastiche nonché altre industrie e imprese;
- esercitare l'industria della costruzione, ricostruzione, riparazione modifiche e ammodernamenti dei predetti macchinari e attrezzature;
- esercitare l'installazione dei macchinari, attrezzature ed impianti sopra citati nonché svolgere assistenza tecnica specializzata, consulenza tecnica specializzata per la fornitura di know-how con progettazione e studio di lay-out ed impianti completi per le industrie sopra menzionate;
- La società potrà prestare fidejussioni e compiere ogni operazione mobiliare, immobiliare e finanziaria per il raggiungimento degli scopi di cui sopra.

Per il conseguimento dell'oggetto sociale i soci possono effettuare finanziamenti alla società in conto capitale sociale, proporzionalmente alle loro quote di partecipazione. Inoltre, i soci possono effettuare finanziamenti alla società in applicazione a deliberazione assembleare. I soci possono effettuare sovvenzioni infruttifere in applicazione a deliberazione assembleare. Ogni operazione prevista dal presente articolo deve avvenire nel rispetto delle norme di legge e delle deliberazioni e circolari vigenti e suc-

cessive modificazioni o integrazioni, in particolare di quanto stabilito dal Comitato interministeriale per Credito ed il Risparmio con deliberazione del 3 marzo 1994 che disciplina la raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 11 del D.L. 1 Marzo 1993 n. 385.

L'attività comunicata al Registro Imprese e risultante dalla visura camerale è coerente con quanto sopra:

Costruzione e ricostruzione ammodernamento macchinari e attrezzatura per calzaturifici.

Tuttavia, da un esame più approfondito, risulta che in concreto la società svolge la seguente attività:

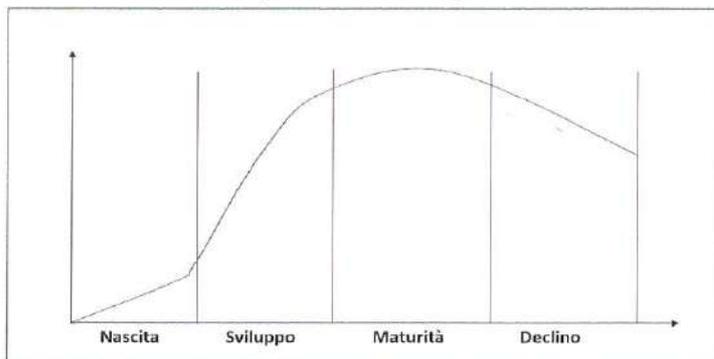
Vendita di parti di ricambio e materiali di consumo per macchine del settore calzaturiero; servizio di assistenza nella manutenzione e riparazione delle macchine per calzature.

La struttura societaria è semplice, non sussistendo legami di controllo/collegamento con altre società.

Si segnala tuttavia un apprezzabile rapporto commerciale con la società "S.A.C.E. MACCHINE S.R.L.", che presenta una compagine identica a quella della "SALENTO TECNICA S.R.L.", opera nel medesimo settore ed è oggetto di separata valutazione da parte del sottoscritto.

Importante, poi, è la determinazione della fase di vita che la società sta affrontando.

Il classico schema è quello che distingue 4 fasi: Nascita, Sviluppo, Maturità, Declino:



La dottrina ha individuato i seguenti caratteri distintivi:

Nascita	Sviluppo
<ul style="list-style-type: none"> • fase breve • si iniziano a definire la missione e le strategie di fondo dell'impresa • spirito di identificazione nell'idea imprenditoriale e motivazione alti • clima organizzativo dinamico e creativo • formalizzazione delle procedure nulla o minima 	<ul style="list-style-type: none"> • crescita più o meno rapida anche in relazione al modello di sviluppo adottato • l'organico comincia a crescere per soddisfare la maggiore domanda e si consolida la redditività
Maturità	Declino
<p>Si raggiungono i massimi risultati economico-finanziari. L'impresa è nota e affermata sul mercato, ma:</p> <ul style="list-style-type: none"> • non si avvertono più l'energia e la dinamicità delle fasi precedenti • l'impresa produce ottimi risultati e vi è la convinzione che ciò possa continuare ancora per molto • la creatività e lo spirito di iniziativa hanno lasciato il posto all'esecuzione formale di compiti definiti, l'organizzazione è diventata più rigida e burocratizzata • la motivazione del personale si va riducendo • si nota un generale calo di tensione nella capacità di innovazione 	<p>Fase terminale, con indicatori economico-finanziari che segnalano il peggiorato "stato di salute" dell'azienda, effetto di condizioni negative quali:</p> <ul style="list-style-type: none"> • riduzione dello slancio e dell'energia • perdita di clientela • senso di sfiducia • elevato turn-over del personale, con la perdita dei collaboratori migliori • elevata conflittualità con il personale • perdita di visione strategica nel management, che si limita a gestire il quotidiano • know-how che dà segni di obsolescenza

L'esame complessivo delle caratteristiche della Società fa collocare la "SALENTO TECNICA S.R.L.", sulla base di una verifica di prevalenza, nella **fase della maturità**; il successivo esame del contesto settoriale introduce il rischio di scivolamento nella **fase del declino**.

Come anticipato, risulta opportuno anche l'esame del contesto settoriale.

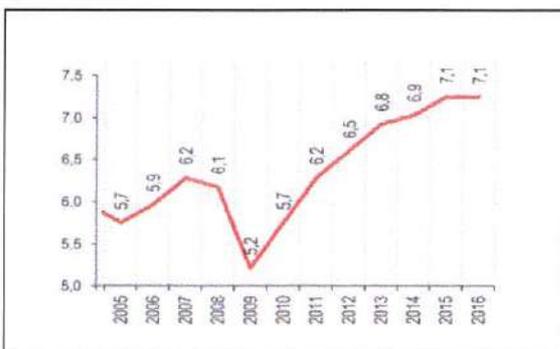
La società può astrattamente essere collocata:

- nel settore della meccanica, oppure
- nel settore calzaturiero.

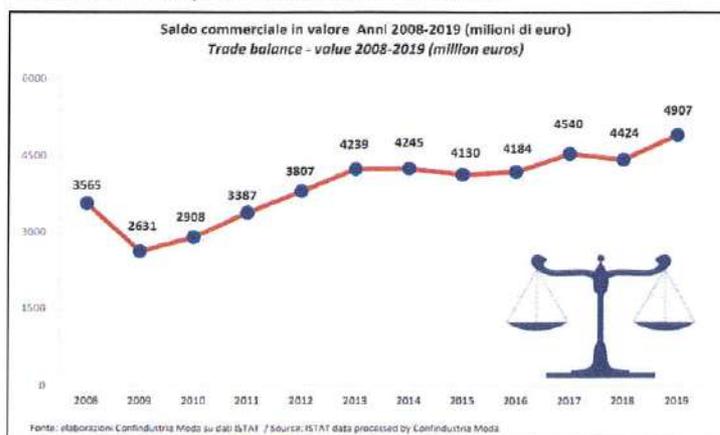
Per l'analisi di contesto pare preferibile lo studio di quest'ultimo ambito, in quanto ogni settore merceologico ha caratteristiche sue proprie e l'*expertise* che un'officina meccanica ha maturato con riferimento ad un determinato settore può non essere utilizzabile in un altro mercato, se non con costosi e lunghi processi di adeguamento.

Dall'analisi viene escluso l'anno 2020 in considerazione dei devastanti ma episodici effetti attribuibili all'emergenza epidemiologica, in modo da basare la valutazione su dati quanto più possibile svincolati da fluttuazioni temporanee delle variabili di mercato.

Il settore calzaturiero ha vissuto una crisi profonda nel biennio 2008-2009, dopodiché ha lentamente ma costantemente ripreso vigore; a tal proposito si evidenzia l'andamento della quota del settore calzaturiero sul PIL italiano nel periodo dal 2005 al 2016:



Il *trend* è confermato dall'andamento del Saldo commerciale (esportazioni / importazioni) del settore nel periodo dal 2008 al 2019:



Nonostante la accesa concorrenza proveniente da Paesi a basso reddito pro-capite, il settore si mostra quindi in salute.

Base informativa

La Base informativa è costituita da:

- statuto sociale;
- visura storica;
- ultimi 3 bilanci abbreviati depositati;
- situazioni contabili relative agli ultimi 4 esercizi;
- situazione dettagliata Clienti degli ultimi 4 esercizi;
- situazione dettagliata Fornitori degli ultimi 4 esercizi;
- partitari di dettaglio relativi ad alcune poste specifiche;
- libro beni ammortizzabili;
- Modd. IVA presentati per gli anni 2017-2018-2019;
- Modd. REDDITI SC presentati per gli esercizi 2017-2018-2019;
- Modd. IRAP presentati per gli esercizi 2017-2018-2019.

Alla data di predisposizione della presente Relazione il bilancio conforme al modello soggetto al deposito nel Registro Imprese non risulta ancora redatto. Il sottoscritto, pertanto, ha rilevato le relative informazioni dalla situazione contabile (provvisoria), riclassificandone il contenuto laddove necessario.

Data di riferimento della valutazione

La valutazione è riferita alla data dell'1/01/2021.

La situazione oggetto di elaborazione e valutazioni è tuttavia relativa alla situazione al 31/12/2020: ciò risulta comunque corretto in considerazione del fatto che la situazione al termine del giorno 31/12 non può essere diversa da quella dell'inizio del successivo giorno 01/01.

Data della valutazione

La presente Relazione è stata ultimata e sottoscritta in data 25/05/2021.

Configurazione di valore

Preliminare alle operazioni concrete di valutazione è l'individuazione della *configurazione di valore*.

Le configurazioni previste e descritte nei PIV sono 5:

Configurazione di valore	Descrizione
Valore di mercato	Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere).
Valore d'investimento	Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento.
Valore Negoziabile equitativo	Il valore negoziabile equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi.

Valore convenzionale	Un valore convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi.
Valore di smobilizzo	Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito <i>ex ante</i> . Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo.

Nel caso specifico non viene assunta la configurazione del "Valore di smobilizzo" in quanto lo stesso ha ad oggetto l'azienda in crisi, e non la partecipazione detenuta dall'azienda in crisi; da ciò deriva che la configurazione che risponde alle finalità dell'incarico ricevuto è quella del "Valore di mercato".

Tuttavia al § 1.6.8 i PIV vanno oltre, evidenziando come – in caso di aziende, partecipazioni, strumenti finanziari e beni immateriali – emerga anche l'ulteriore configurazione rappresentata dal **valore intrinseco** che *"esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"*.

Caratteristiche del valore intrinseco sono le seguenti:

- è frutto dell'analisi fondamentale, in quanto da un lato attinge ad indicatori di mercato per l'assunzione di variabili di input, e dall'altro impone la stima di benefici economici e la valutazione del quadro di rischio;
- riflette la realtà operativa dell'azienda nella sua veste attuale, lasciando fuori dalla valutazione eventuali sinergie con soggetti terzi e possibilità di efficientamenti;
- è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili, trascurando intenzionalmente le potenzialità latenti;
- non include premi o sconti, esprimendo il valore che l'investitore prevede di recuperare dai flussi prospettici;
- in un mercato razionale caratterizzato da trasparenza informativa tende a convergere verso il valore di mercato.

In considerazione delle finalità della presente stima, si ritiene di adottare la configurazione di valore rappresentata dal **Valore intrinseco** per la determinazione del valore complessivo dell'azienda, per poi adottare gli opportuni accorgimenti per la stima della quota di partecipazione detenuta dalla società fallita.

Infine la finalità della presente stima porta inevitabilmente ai seguenti attributi del valore ricercato:

- si tratta di un valore "in atto" (opposto a "potenziale") in quanto esclude ipotesi speciali e condizioni ipotetiche;
- si tratta di un valore "normale" di mercato, in quanto esprime il prezzo che si formerebbe in condizioni normali sul luogo di contrattazione, senza ingiustificati elementi di depressione o gonfiamento del prezzo.

Prospettiva di valutazione

Le prospettive di valutazione previste e descritte nei PIV sono 2:

Prospettiva di valutazione	Descrizione
Prospettiva degli operatori partecipanti al mercato	I partecipanti al mercato sono i potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantirne il massimo e miglior uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva, occorre escludere dalla stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene o usa o controlla l'attività da valutare (cfr. PIV, § 1.7.2)
Prospettiva di uno specifico soggetto	La prospettiva di uno specifico soggetto deve considerare tutti quei fattori che accrescono o riducono il valore dell'attività oggetto di valutazione e che non sono estendibili ai partecipanti al mercato. [...] (cfr. PIV, § 1.7.3)

Le finalità specifiche della stima oggetto dell'incarico ricevuto impongono l'adozione della prima prospettiva (degli **operatori partecipanti al mercato**).

Analisi dei bilanci

Al fine di scegliere la metodologia valutata maggiormente idonea, in via preliminare viene condotta una disamina generale degli ultimi bilanci della società oggetto di valutazione.

Informazioni desunte dalla visura camerale:

Dato	Valore
Prov. Sede legale	Lecce
Attività esercitata	Costruzione e ricostruzione ammodernamento macchinari e attrezzatura per calzaturifici
Cod. ATECO	28.94
Capitale sociale	€ 10.328,00
Amministratori	Amministratore Unico - [REDACTED]
Addetti	7

Sintesi dei bilanci 2017 – 2018 – 2019 – 2020 (il bilancio 2020 deriva dalla riclassificazione operata a partire dalla situazione contabile provvisoria al 31/12/2020):

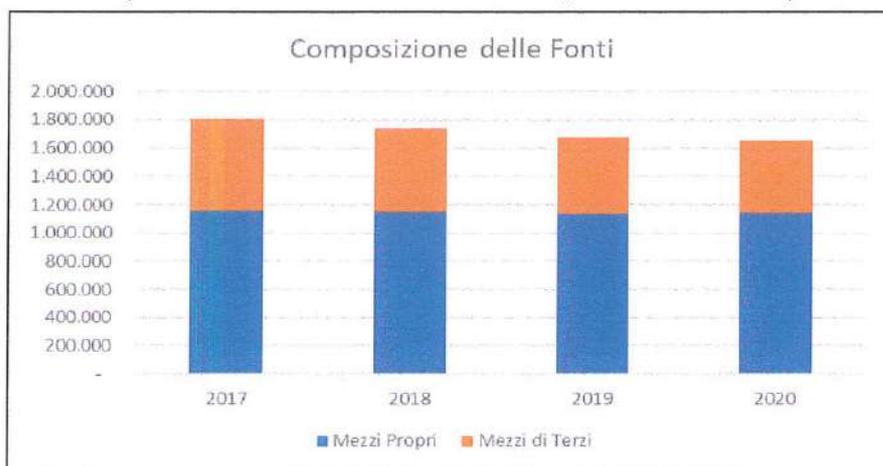
ATTIVO	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Immobilizzazioni	586.280	555.089	559.486	541.707
Attivo Circolante	1.222.550	1.185.239	1.114.117	1.114.333
TOTALE ATTIVO	1.808.830	1.740.328	1.673.603	1.656.040

PASSIVO	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Mezzi Propri	1.154.652	1.150.775	1.136.877	1.144.965
Mezzi di Terzi	654.178	589.553	536.726	511.075
TOTALE PASSIVO	1.808.830	1.740.328	1.673.603	1.656.040

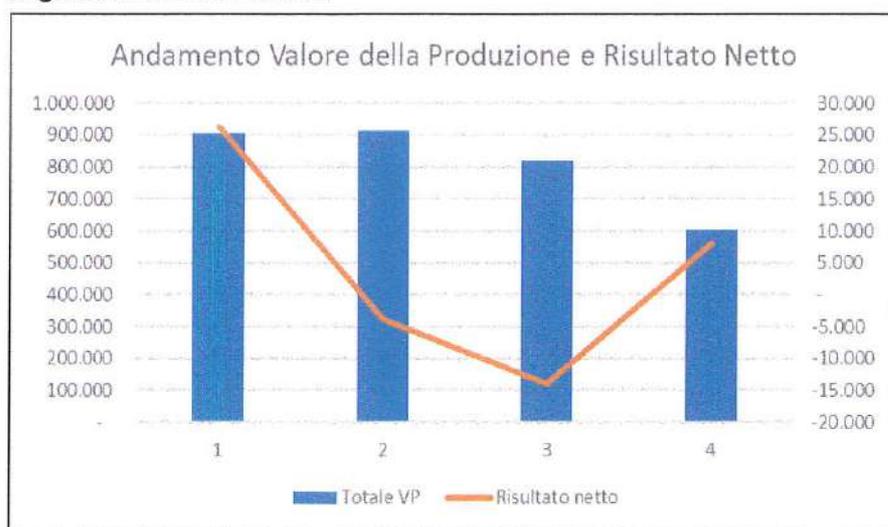
CONTO ECONOMICO (MODIF.)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Valore della Produzione	906.922	914.592	819.086	604.598
Costi esterni	-653.532	-673.488	-566.385	-441.420
VALORE AGGIUNTO	253.390	241.104	252.701	163.179
Costo del Lavoro	-186.437	-201.823	-230.605	-119.891
EBITDA	66.953	39.281	22.096	43.288
Ammortamenti/Accantonamenti/Svalutazioni	-13.002	-14.834	-16.429	-17.779
EBIT	53.951	24.447	5.667	25.509

Risultato Area finanziaria	-18.953	-17.173	-19.075	-17.421
RISULTATO LORDO	34.998	7.274	-13.408	8.088
Imposte	-8.626	-11.151	-491	-
RISULTATO NETTO	26.372	-3.877	-13.899	8.088

Dal punto di vista patrimoniale la società è ben strutturata, con Mezzi Propri che si attestano in tutto il periodo di osservazione attorno ai 2/3 delle Fonti complessive:



Al contrario, l'analisi comparata dell'andamento del Valore della Produzione e del Risultato Netto mette in luce come non vi sia una relazione diretta tra le due grandezze, bensì entrino in gioco anche altri fattori:



Si propone poi un cruscotto di indicatori:

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebitda / Ricavi	4,57%	7,40%	4,31%	2,70%
R.O.A.	3,12%	1,35%	0,33%	1,52%
R.O.S.	3,49%	5,97%	2,68%	0,69%
Indice di copertura degli Oneri Finanziari	2,10%	1,88%	2,33%	2,93%

Se dal punto di vista patrimoniale la società può essere considerata solida, dal punto di vista reddituale le *performance* si rivelano al contrario deboli:

- il **R.O.A.** (*Return-on-Assets*), che misura il rendimento del capitale complessivamente investito, già piuttosto contenuto nel bilancio 2017, nei successivi esercizi ha subito un'ulteriore flessione;
- il **R.O.S.** (*Return-on-Sales*), che misura la redditività delle vendite, assume valori modesto ma soprattutto evidenzia una tendenza alla riduzione;
- l'indice "**Oneri Finanziari / Ricavi**" (indicatore di onerosità che mostra l'assorbimento dei ricavi da parte degli oneri finanziari) cresce in conseguenza della compressione del fatturato; in considerazione dell'attuale livello dei tassi di interesse, il livello raggiunto – sebbene non allarmante – risulta moderatamente elevato;
- l'indice "**Ebitda / Ricavi**" (che misura la redditività della gestione caratteristica dell'azienda prima delle politiche di ammortamento ed al lordo del costo del debito, in percentuale rispetto alle Vendite) ha lo stesso andamento del R.O.S. e non pare offrire livelli soddisfacenti.

L'analisi di contesto fin qui effettuata consente al sottoscritto di intraprendere l'incarico di valutazione con cognizione di causa, avendo ottenuto indicazioni importanti ai fini della scelta della metodologia valutativa più idonea al caso concreto, descritta nel relativo paragrafo.

Parte II

VALUTAZIONE (metodo principale)

Con la presente perizia si persegue la determinazione del valore del «capitale economico» della "SALENTO TECNICA S.R.L.", quale primo *step* per l'individuazione del valore della partecipazione detenuta dalla [REDACTED]

In generale, le caratteristiche della valutazione devono condurre ad una rappresentazione efficace e significativa del capitale economico, e ciò può essere ottenuto solo se l'opinione di valore raggiunta è:

- razionale: il valore deve essere raggiunto attraverso l'utilizzo di uno schema logico, che sia chiaro e condivisibile;
- verificabile: il processo adottato deve esplicitare la provenienza dei dati utilizzati nonché l'attendibilità delle fonti, la ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle conclusioni raggiunte, i passaggi logico-matematici alla base dei calcoli;
- coerente: deve cioè esservi corrispondenza tra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati raggiunti;
- affidabile: la discrezionalità valutativa deve essere ridotta, garantendo in tal modo l'obiettività del giudizio;
- svolta in modo professionale, aderendo al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers*, come qui si intende fatto;
- svolta con competenza, derivante da adeguate capacità, esperienza e conoscenza da parte del valutatore, come qui assicurato in virtù di specifica formazione e precedenti incarichi.

1. La metodologia valutativa adottata

La scelta del metodo di valutazione da adottare deve essere effettuata alla luce delle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

Alla luce delle indagini svolte, la "SALENTO TECNICA S.R.L." si qualifica come società operativa che:

- da un lato, non pare presentare livelli di *performance* soddisfacenti, ma
- dall'altro lato, presenta un patrimonio netto significativo nonché un bene (l'immobile) il cui valore effettivo è sicuramente superiore al valore contabile.

Sulla base della conoscenza acquisita, lo stimatore deve affrontare la problematica della scelta della metodica di valutazione. In questo senso si danno le seguenti alternative:

- metodica di mercato;
- metodica dei flussi di risultati attesi;
- metodica del costo.

Nel caso specifico si ritiene maggiormente coerente con la struttura societaria della "SALENTO TECNICA S.R.L." l'adozione della metodica dei flussi di risultati attesi.

La scelta deriva dalle seguenti considerazioni:

- tale metodica viene generalmente adottata laddove la situazione riferibile all'oggetto della stima sia stabilizzato: la raggiunta maturità (v. *supra*, § "Oggetto della valutazione") autorizza questa assunzione;
- la metodica del mercato non risulta applicabile, stante l'assenza di aziende simili per le quali esistano indicazioni di prezzi recenti e con le quali effettuare la comparazione.

Quale metodo di controllo, sarà adottato quello dei **multipli**.

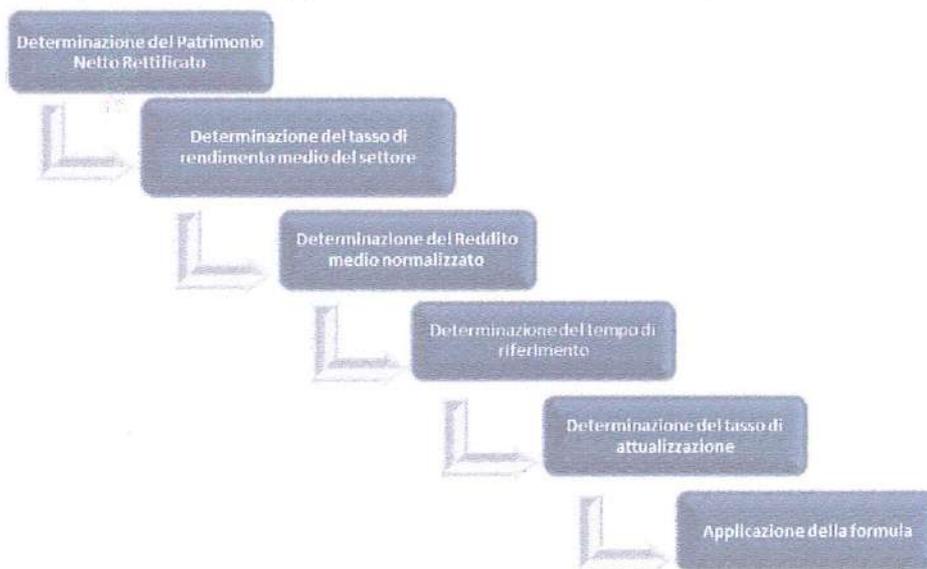
2. Il metodo misto U.E.C.

Sulla base delle caratteristiche specifiche della "SALENTO TECNICA S.R.L." è stata decisa l'adozione, quale metodo principale, del cd. "metodo U.E.C." (o "metodo della stima autonoma dell'avviamento con durata limitata").

Tale metodo, che si colloca tra quelli più genericamente conosciuti come "metodi misti patrimoniali-reddituali", costituisce una mediazione tra i metodi reddituali (caratterizzati da un'elevata razionalità), e quelli patrimoniali (contraddistinti da una obiettività, verificabilità e semplicità applicativa).

Operativamente, contribuiscono all'individuazione del valore finale sia grandezze di flusso sia grandezze di stock: con ciò si punta a valorizzare agli aspetti positivi di entrambe le categorie, limitandone al contempo i difetti.

Le fasi nelle quali si articola l'applicazione del metodo sono le seguenti:



3. Il Patrimonio Netto Rettificato

Il primo passo operativo consiste nella riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti l'azienda da valutare.

Dall'esame dei bilanci come sopra esaminati, è emersa la necessità di verificare (e se del ca-

so rettificare) i seguenti elementi patrimoniali:

- crediti commerciali;
- crediti immobilizzati;
- immobile.

3.1 Crediti commerciali

Dall'analisi di dettaglio e comparata delle situazioni contabili annuali, si rileva il seguente ammontare dei Crediti verso Clienti poi iscritto nei bilanci:

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Crediti verso Clienti (importo totale)	763.485	724.737	604.182	502.667
Portafoglio Effetti	83.681	62.875	70.810	38.219
Fatture da emettere	---	---	---	60.000
F/do svalutazione crediti	---	---	---	---
Totale	847.166	787.612	674.992	600.886

Al fine di stimare la recuperabilità dell'importo, è stata condotta una verifica di *ageing*, che ha evidenziato come tra i crediti al 31/12/2020 siano compresi i seguenti importi:

Descrizione	Importo
Clienti non movimentati fin dal 2017	146.275
Clienti non movimentati fin dal 2018	36.908

La mancata movimentazione di un Cliente per un periodo di tempo ultrannuale è sicuramente il sintomo di una difficoltà nell'incasso; si ritiene pertanto di svalutare la voce di bilancio nella seguente misura (tanto maggiore quanto più "vecchio" è il credito):

Descrizione	Importo originario	Svalutazione (%)	Svalutazione (€)
Clienti non movimentati fin dal 2017	146.275	95%	138.961
Clienti non movimentati fin dal 2018	36.908	80%	29.526
Totale			168.487

In considerazione della fisiologica formazione di crediti poi insoluti, si ritiene di dover inserire anche un Fondo svalutazione crediti, determinato in percentuale rispetto al monte-crediti di bilancio (al netto delle rettifiche già apportate):

Descrizione	Importo
Crediti commerciali in contabilità	600.886
Meno: rettifiche già apportate	-168.487
	432.399
% svalutazione	5%
F/do svalutazione	21.620

Pertanto:

Crediti v/Clienti	31/12/2020
Valore di bilancio	600.886
Rettifiche	-168.487
F/do svalutazione crediti	-21.620
Valore RETTIFICATO	410.779

3.2 Crediti immobilizzati

Tra le immobilizzazioni finanziarie sono compresi i seguenti crediti:

Descrizione	Importo
Credito verso S.A.C.E. MACCHINE SRL	350.662
Credito verso CALZATURIFICO PACOS ITALIAN GROUP	4.477
Credito verso ██████████	3.330
Credito verso LA PIRAMIDE SRL	4.667
Credito verso TENERIFE IMPORT EXPORT	2.582
Totale	365.718

La voce nel suo complesso è invariata fin dal bilancio 2018; inoltre al suo interno alcune posizioni risalgono anche a diversi esercizi prima; infine, la scelta del redattore di bilancio pare andare nel senso di prevedere l'incasso solo nel medio/lungo periodo, ma ciò – laddove non derivi da scadenze contrattualmente previste – si traduce in una elevata probabilità di perdita. Si ritiene pertanto si svalutare tutti i crediti di modesto importo, lasciando inalterato quello verso S.A.C.E. MACCHINE S.R.L. in quanto la separata perizia di stima della stessa dà conto di un persistente valore positivo del complesso aziendale:

Crediti immobilizzati	31/12/2020
Valore di bilancio	365.718
Rettifiche	-15.056
Valore RETTIFICATO	350.662

3.3 Immobile

La società è proprietaria dell'immobile nel quale svolge la propria attività, costituito da un fabbricato ad uso commerciale e laboratorio, ubicato in Casarano (LE) – Zona Industriale – Via Enzo Ferrari snc, censito nel Catasto Fabbricati del Comune di Casarano (LE), nel Foglio 3, part. 380, cat. D/7, R.C. € 5.172,00.

In contabilità è iscritto come segue:

Descrizione	Importo
Quota Fabbricato	258.863
Quota Terreno	17.173
F/do ammortamento	-115.576
Totale	160.460

Al fine di ricondurre il valore contabile verso quello attuale, si ritiene di fare ricorso ai valori O.M.I. (Osservatorio del Mercato Immobiliare) le cui rilevazioni semestrali individuano, per ogni delimitata zona territoriale omogenea di ciascun comune, un intervallo minimo/massimo, per unità di superficie in euro al mq, dei valori di mercato e locazione, per tipologia immobiliare e stato di conservazione.

In particolare, con riferimento alla voce "Laboratori" della Zona territoriale "Zona Industriale", si rileva il seguente intervallo:

Descrizione	Stato di conservazione	Min.	Max
Laboratori	NORMALE	325	430

Sull'ideale asta del valore dal minimo al massimo, la collocazione di quello scelto per l'immobile in oggetto è la seguente (€ 360/mq), corrispondente ad 1/3 del *range* di valori rilevati:



L'individuazione del valore puntuale tiene conto di un utilizzo in parte anche commerciale del bene.

Data una superficie di ca. 1.200 mq utili, si giunge ad un **valore dell'immobile di € 432.000**.

Immobilie	31/12/2020
Valore di bilancio	160.460
Rettifiche	+271.540
Valore RETTIFICATO	432.000

La rivalutazione operata impone di tenere in considerazione la fiscalità latente da calcolare sulla differenza tra il valore fiscale del bene ed il valore di mercato individuato.

L'importo della fiscalità latente è quindi pari ad € 75.760, derivante da:

Descrizione	Importo
Imponibile	271.540
Imposte:	
Imposta IRES (24%)	65.170
Imposta IRAP (3,9%)	10.590
Totale Imposte	75.760

Tale importo viene incluso nel Fondo Imposte Differite passive:

Fondo Imposte	31/12/2020
Valore di bilancio	0
Rettifiche	+75.760
Valore RETTIFICATO	75.760

3.4 Determinazione del Patrimonio Netto Rettificato

Se da un lato l'immobile è stato rivalutato, con riferimento agli altri beni strumentali pare possibile assumere, quale valore idoneo a rappresentare il contributo di ciascuno sia alla determinazione del reddito, sia all'individuazione del Patrimonio aziendale, il valore residuo ottenuto dall'applicazione delle aliquote di ammortamento adottate.

Poiché la situazione provvisoria al 31/12/2020 non riporta le imposte dell'esercizio, risulta necessaria la relativa integrazione. Visto un utile lordo di € 8.088 (ma originato anche da contributi non imponibili per € 10.752), si possono stimare imposte per € 1.000, addebitabili alle modalità di calcolo dell'imposta IRAP ed a componenti in tutto o in parte non deducibili.

Apportando le variazioni sopra individuate al bilancio al 31/12/2020 si perviene alla quantificazione del Patrimonio Netto Rettificato:

Descrizione	Importo
Patrimonio Netto Contabile	1.144.964
Crediti verso Clienti	-168.487
F/do svalutazione crediti	-21.620
Crediti immobilizzati	-15.056
Immobile	+271.540
Fondo Imposte differite	-75.760
Imposte esercizio 2020	-1.000
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	1.134.581

4. Il tasso di rendimento medio del settore

La dottrina si è divisa sul significato (e conseguentemente sulle modalità di individuazione) del tasso da applicare al Patrimonio Netto Rettificato:

- una prima corrente di pensiero lo interpreta come il tasso di remunerazione minima del capitale, che i soggetti ai quali appartiene il capitale proprio si aspettano di ottenere per aver investito in un determinato settore;
- una diversa corrente, invece, lo identifica con il tasso di remunerazione medio-normale del settore in cui l'impresa opera.

Nell'aderire alla seconda impostazione, il tasso applicabile è stato rilevato dalle statistiche elaborate dal Prof. Damodaran (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/), assumendo il valore medio del *Cost of Equity* delle due categorie alle quali può essere ricondotta l'attività della "SALENTO TECNICA S.R.L.":

Categoria	Cost of Equity
Machinery	6,69%
Shoe	7,08%
Valore medio	6,88%

5. Il Reddito medio normalizzato

Poiché la componente di flusso della valutazione deve fare riferimento ad un risultato atteso che sia espressione della stabilizzata attitudine dell'azienda a produrre reddito, è necessario procedere con la *normalizzazione* dei redditi storici.

Dall'esame della struttura economica della società oggetto di valutazione, si ritiene di focalizzare l'attenzione sulle voci che possono presentare maggiori distorsioni in ragione della diversa finalità del Conto Economico d'esercizio (determinazione del risultato di funzionamento) rispetto al Conto Economico normalizzato (determinazione del risultato normalizzato con specifica finalità di dato-base per la valutazione). Sono quindi oggetto di riflessione e rettifica le seguenti voci:

- compenso dell'organo amministrativo;
- ammortamenti;
- svalutazione crediti
- canoni attivi di locazione;
- componenti straordinarie di reddito;
- imposte.

5.1 Compenso organo amministrativo

Nel periodo oggetto di analisi non sono mai stati iscritti compensi spettanti all'organo amministrativo:

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Compenso Amministratore	---	---	---	---

Tale ruolo, tuttavia, comporta sia un considerevole impiego di tempo, sia l'assunzione di precise e rilevanti responsabilità; la rinuncia al compenso, pertanto, si concretizza di un'operazione tra parti correlate a condizioni non di mercato, e conseguentemente risulta necessario effettuare un'integrazione.

Tenendo presente il livello contenuto di fatturato, l'andamento non performante della gestione, il contesto geografico di riferimento, si ritiene di poter inserire un costo per la società di € 30.000/anno; pertanto:

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Compenso Amministratore	---	---	---	---
Rettifiche	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000
Valore RETTIFICATO	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000

5.2 Ammortamenti

Gli ammortamenti stanziati a Conto Economico necessitano di un'integrazione, derivante dall'avvenuta rivalutazione del bene immobile di proprietà.

Quest'ultimo, assunto nell'importo complessivo di € 432.000, secondo i corretti principi contabili deve partecipare alla determinazione del reddito d'esercizio solo con la componente attribuibile al fabbricato (e non anche a quella attribuibile al terreno sottostante, per la quale si può ragionevolmente ammettere il mantenimento del valore e l'assenza di usura).

L'aliquota di ammortamento utilizzata dalla società, pari al 3%, viene confermata.

Ne deriva il seguente conteggio:

Descrizione	Importo
Immobile complessivo	432.000
Quota attribuibile al fabbricato	80%
Valore del fabbricato	345.600
Aliquota di ammortamento	3%
Ammortamento annuo	10.368

Da cui le relative rettifiche:

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ammortamento fabbricato	-7.731	-7.730	-7.733	-7.730
Rettifiche	-2.637	-2.638	-2.635	-2.638
Valore RETTIFICATO	-10.368	-10.368	-10.368	-10.368

5.3 Svalutazione crediti

Nel precedente § "3. Il Patrimonio Netto Rettificato" è stata rilevata la presenza di significativi importi riconducibili a crediti per i quali la riscossione – in virtù di un'anzianità ultrannuale – è ritenuta variamente dubbia; da ciò è derivata la necessità di depurare il monte-crediti

della quota forfettariamente ritenuta persa.

Tale esame impone di tenere conto, anche nella determinazione del reddito, di una quota di crediti per i quali non si avrà il relativo incasso; ciò viene attuato mediante l'iscrizione di una svalutazione crediti commisurata al volume di ricavi annuo.

Tenuto conto dell'importo complessivamente eliminato nella determinazione del Patrimonio Netto Rettificato, anche in considerazione della stratificazione pluriennale di tale importo inesigibile, pare congrua l'applicazione di una percentuale del

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ricavi	904.227	912.363	817.579	593.776
Svalutazione crediti (%)	2%	2%	2%	2%
Svalutazione crediti (€)	18.085	18.247	16.352	11.876
Svalutazione crediti (in bilancio)	---	---	---	---
Rettifiche	-18.085	-18.247	-16.352	-11.876
Valore RETTIFICATO	-18.085	-18.247	-16.352	-11.876

Inoltre, al fine di non pervenire ad una duplicazione di costi, risulta necessario eliminare la voce "perdite su crediti"; ciò risulta coerente con le altre rettifiche già apportate (nel Patrimonio Netto Rettificato: per crediti inesigibili; nella determinazione del Reddito Medio Normalizzato: per svalutazione crediti), che hanno teso ad una omogeneizzazione temporale della rilevazione degli importi inesigibili (laddove la contabilizzazione delle perdite su crediti intercetta solo il momento di concreta cancellazione dei crediti):

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Perdite su crediti	-34.272	-17.671	-262	-8
Rettifiche	+34.272	+17.671	+262	+8
Valore RETTIFICATO	0	0	0	0

5.4 Canoni attivi di locazione

La Società è proprietaria dell'immobile nel quale svolge l'attività; lo stesso bene, tuttavia, costituisce sede anche della "S.A.C.E. MACCHINE S.R.L.", azienda strettamente collegata (in quanto con identica compagine societaria), la quale non corrisponde alcun canone di locazione. Anche nel presente caso ci troviamo di fronte ad un'operazione tra parti correlate a condizioni non di mercato; al fine di pervenire ad un valore aziendale che prescindendo da politiche di bilancio e di gruppo, si reputa necessario apportare un'integrazione.

Partendo dalle rilevazioni OMI, che individuano il seguente *range* di valori (€/mq x mese):

€ 1,40	€ 2,00
--------	--------

ma tenendo conto del fatto che il bene è utilizzato da entrambe le società e la "SALENTO TECNICA S.R.L." può avere un interesse significativo a mantenere la "S.A.C.E. MACCHINE S.R.L." nei suoi stessi locali in quanto tale compresenza può generare apprezzabili sinergie, si ritiene accettabile un canone di locazione annuo pari ad € 10.000. Pertanto:

Voce	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Canoni attivi di locazione	---	---	---	---
Rettifiche	+10.000	+10.000	+10.000	+10.000
Valore RETTIFICATO	+10.000	+10.000	+10.000	+10.000

Componenti straordinari di reddito

Come noto, a decorrere dai bilanci chiusi al 31/12/2016 il prospetto di Conto Economico non contempla più una specifica area nella quale allocare le componenti "straordinarie" di reddito, in ciò determinando un avvicinamento all'impostazione già da tempo prevista dai principi contabili internazionali.

Ai fini della normalizzazione, pertanto, sono stati rilevati direttamente dalle situazioni contabili le voci relative a:

- sopravvenienze attive/passive;
- plusvalenze/minusvalenze da cessione beni strumentali.

Pertanto:

Valore della Produzione	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Rettifiche per plusvalenze			-1.333	
Rettifiche per sopravvenienze attive	-16	-2.091		-20
Valore RETTIFICATO	-16	-2.091	-1.333	-20

Costi esterni	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Rettifiche per minusvalenze				
Rettifiche per sopravvenienze passive			+142	
Valore RETTIFICATO	0	0	+142	0

La rettifica per imposte

La normalizzazione del reddito impone anche il ricalcolo della fiscalità, da effettuarsi sull'importo normalizzato *ante* imposte.

Nel caso specifico si ritiene che una approssimazione coerente con gli obiettivi della presente stima possa essere data dall'applicazione al totale delle rettifiche complessivamente considerate di un'aliquota media pari al 30% (tenendo conto dell'aliquota nominale Ires/Irap, ma anche di ipotesi di indeducibilità – tra l'altro non omogenee tra le due imposte):

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Rettifica per compenso Amministratore	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000
Rettifica per ammortamenti	-2.637	-2.638	-2.635	-2.638
Rettifica per svalutazione crediti	-18.085	-18.247	-16.352	-11.876
Rettifica per perdite su crediti	+34.272	+17.671	+262	+8
Rettifica per canoni attivi di locazione	+10.000	+10.000	+10.000	+10.000
Rettifiche per componenti straordinarie positive	-16	-2.091	-1.333	-20
Rettifiche per componenti straordinarie negative	0	0	+142	0
Totale Rettifiche	-6.466	-25.305	-39.916	-34.526
Aliquota fiscale media	30%	30%	30%	30%
Rettifica imposte	-1.940	-7.592	-11.975	-10.358

Con riferimento all'esercizio 2020, inoltre, si inserisce l'importo di € 1.000, già considerato nella determinazione del Patrimonio Netto Rettificato (derivante dalla mancata allocazione, nella situazione contabile provvisoria acquisita, di imposte d'esercizio).

Laddove le imposte risultino teoricamente di segno positivo (a significare l'iscrizione di imposte anticipate relative al beneficio fiscale futuro), le stesse vengono considerate pari a

ZERO in assenza di *budget* pluriennali elaborati dalla società dai quali si evinca la produzione, negli esercizi successivi, di redditi idonei ad assorbire le imposte anticipate.

Conclusione: il REDDITO MEDIO NORMALIZZATO

È ora possibile sintetizzare nel seguente prospetto l'individuazione del reddito normalizzato dei singoli esercizi:

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Valore della Produzione	916.906	922.501	827.753	614.578
Costi esterni	-649.260	-685.817	-595.981	-471.412
VALORE AGGIUNTO	267.646	236.684	231.772	143.166
Costo del Lavoro	-186.437	-201.823	-230.605	-119.891
EBITDA	81.209	34.861	1.167	23.275
Ammortamenti/Accantonamenti/Svalutazioni	-33.724	-35.719	-35.416	-32.293
EBIT	47.485	-858	-34.249	-9.018
Risultato Area finanziaria	-18.953	-17.173	-19.075	-17.421
RISULTATO LORDO	28.532	-18.031	-53.324	-26.439
Imposte	-6.686	-3.559	0	0
RISULTATO NETTO	21.846	-21.590	-53.324	-26.439

Per il calcolo del REDDITO MEDIO NORMALIZZATO si ritiene di dover applicare una media ponderata che valorizzi in misura crescente i risultati degli esercizi più recenti; tuttavia nel caso specifico all'esercizio 2020 viene attribuito un peso meno determinante in considerazione degli inevitabili effetti che l'evento straordinario (e auspicabilmente non ripetibile con la medesima intensità) della pandemia da Covid-19 ha generato:

	Reddito	Peso	Reddito ponderato
Esercizio chiuso al 31/12/2017	21.846	60%	13.108
Esercizio chiuso al 31/12/2018	-21.590	80%	-17.272
Esercizio chiuso al 31/12/2019	-53.324	100%	-53.324
Esercizio chiuso al 31/12/2020	-26.439	80%	-21.151
			-78.639
Pesi			320%
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO			-24.575

Il REDDITO MEDIO NORMALIZZATO risulta pertanto negativo e pari ad **- € 24.575**.

6. Il Tempo di riferimento

Ai fini della individuazione del periodo di attualizzazione, si pongono le seguenti alternative:

- assunzione di una durata indefinita del reddito;
- applicazione di una durata limitata ad un determinato periodo di tempo.

Nel caso specifico, anche in considerazione dei risultati economici rilevati, pare opportuna una **attualizzazione limitata nel tempo**.

D'altro canto, la **consistenza del Patrimonio Netto** dovrebbe assicurare una gestione operativa in condizioni di relativa normalità per un periodo di tempo non minimale.

Infine, una proiezione per un numero eccessivamente elevato di esercizi determina inevita-

bilmente l'insorgere di incertezze tanto maggiori quanto più si accettano risultati lontani nel tempo.

In considerazione di tutto ciò, si ritiene di individuare il periodo di attualizzazione del reddito in **10 esercizi**.

7. Il tasso di attualizzazione

Quale tasso di attualizzazione si adotta il "costo del capitale proprio" (k_e), calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento.

In breve, tale tasso è dato dalla somma di due componenti:

- tasso di rendimento netto delle attività prive di rischio;
- premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività della società.

La formula è quindi la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

k_e	= costo del capitale proprio
R_f	= Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, sulla base rendimento medio dei BTP Italia a 10 anni alla data di riferimento, pari all'1,01% (fonte: www.rendimentibtp.it)
β	= coefficiente "beta", che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso; nel caso specifico la variabile viene quantificata nel valore 1,015 (fonte: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/), assumendo la media tra i due settori le cui caratteristiche sono riconducibili all'attività della Salento Tecnica
$R_m - R_f$	= premio (cioè "rendimento differenziale") richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è quantificato nell' 5,75% (fonte: KPMG)

Ne deriva che il tasso di attualizzazione è pari a:

$$k_e = 1,01\% + (1,015 \times 5,75\%) = \mathbf{6,8463\%}$$

8. Applicazione della formula

Avendo motivatamente optato per l'attualizzazione dei redditi per una durata indeterminata, la formula da applicare è quella dell'attualizzazione della rendita perpetua:

$$W = \text{P.N.R.} + (R^{\text{norm}} - i_1 \times \text{P.N.R.}) \times a_{n \mid i_2}$$

dove:

W	= Valore del capitale economico
P.N.R.	= Patrimonio Netto Rettificato
R^{norm}	= Reddito medio normalizzato
i_1	= Tasso di rendimento medio del settore
i_2	= Tasso di attualizzazione, determinato come costo del capitale proprio (k_e)

Pertanto:

$$W = 1.134.581 + (-24.575 - 6,88\% \times 1.134.581) \times a_{10 \mid 6,8463\%} = \mathbf{€ 358.866}$$

Dall'applicazione del metodo principale, pertanto, emerge un valore attribuibile al capitale economico della "SALENTO TECNICA S.R.L." pari a

$$\mathbf{€ 358.866=}$$

9. Sconto di minoranza

La dottrina in materia di valutazione ha correttamente messo in evidenza la sostanziale differenza tra partecipazioni che conferiscono il controllo e partecipazioni non di controllo.

In sede di stima, alle prime viene riconosciuto un premio di maggioranza, mentre le seconde subiscono uno sconto di minoranza; tale processo pare del tutto ragionevole se solo si considera quanto segue con riferimento alle partecipazioni di controllo (le medesime condizioni possono essere applicate specularmente alle partecipazioni non di controllo per giustificare l'abbattimento del valore):

- l'acquisto di una partecipazione di controllo comporta un esborso inferiore al valore totale del capitale economico;
- tuttavia la titolarità di tale partecipazione dà il diritto di determinare le strategie aziendali, nonché le politiche di distribuzione degli utili;
- è pertanto logico che l'acquirente debba pagare un prezzo maggiorato.

Poiché il valore complessivo delle quote deve corrispondere al capitale economico totale, la somma dei premi di maggioranza deve equivalere alla somma degli sconti di minoranza.

Normalmente, nella prassi italiana il premio di maggioranza (e conseguentemente lo sconto di minoranza) viene fissato in una percentuale che oscilla tra il 25% ed il 35%.

Nel caso specifico la combinazione di due fattori:

- da un lato la partecipazione pari ad 1/3 del capitale;
- dall'altro lato la tripartizione della compagine sociale,

fanno propendere per un valore contenuto dello **sconto di minoranza**, che quindi viene scelto nella misura del **25%**.

10. Determinazione del valore della partecipazione

Sulla base di quanto esposto nei precedenti paragrafi, è ora possibile determinare il valore della partecipazione oggetto della presente stima, che poggia sui seguenti parametri:

Parametro	Valore
Valore del capitale economico	358.866
Quota %	33,3268%
Sconto di minoranza	25%

Da cui:

$$\text{Partecipazione} = W \times \text{Quota \%} \times (1 - \text{Sconto di minoranza})$$

$$\text{Partecipazione} = 358.866 \times 33,3268\% \times (1 - 25\%) = \mathbf{\text{€ } 89.699}$$

Pertanto il valore attribuibile alla partecipazione detenuta dalla [REDACTED] nella "SALENTO TECNICA S.R.L." risulta pari a

----- € 90.000 -----

Parte III

VALUTAZIONE (metodo di controllo)

Al duplice fine di verificare e supportare l'esito del metodo principale, il sottoscritto ritiene di effettuare la stima anche attraverso un secondo metodo, che nel caso di specie è individuato nel **Metodo dei multipli di mercato**.

Il Metodo dei multipli di mercato

Il Metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di mercato di un campione di società che, in termini di settore, mercato ed attività caratteristica, sono comparabili alla società oggetto di valutazione.

La valutazione comprende l'identificazione di indicatori che esprimono il rapporto tra il valore di mercato del capitale netto o del capitale operativo ed alcune grandezze economiche, finanziarie e di bilancio (ad es. fatturato, Ebit, Ebitda, utile netto, patrimonio netto, ecc.) del campione di riferimento, applicando poi l'indicatore stesso al parametro prescelto della società da stimare.

I multipli si suddividono in prima battuta in due categorie:

- quelli che presentano al numeratore il valore di mercato del capitale operativo (*Enterprise Value*): in tal caso, al fine di pervenire al valore dell'azienda, è necessario sottrarre dal risultato ottenuto il valore di mercato del suo indebitamento finanziario netto (posizione finanziaria netta); si parla in questo caso di multipli *Asset side*;
- quelli che presentano al numeratore il valore di mercato del capitale netto (*Equity Value*): in tal caso il risultato raggiunto rappresenta già il valore dell'azienda; si parla in questo caso di multipli *Equity side*.

Nel caso specifico viene utilizzato il **multiplo EV / EBITDA**, dove:

EV	= <i>Enterprise Value</i> , cioè valore dell'azienda
EBITDA	= <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> , ben approssimato dal Margine Operativo Lordo (MOL)

Usando tale metodo (di tipo *Asset side*), il valore del capitale economico prevede che dall'*Enterprise Value* venga sottratta la Posizione Finanziaria Netta.

In sintesi, il procedimento prevede i seguenti *steps*:



1. Determinazione dell'EBITDA

Ai fini dell'individuazione del parametro prescelto, il punto di partenza è il Conto Economico riclassificato e rettificato, così come presentato nella parte finale del § "3. Il Reddito medio normalizzato", che qui si riporta solo nella parte dei valori rettificati:

	Dati RETTIFICATI			
	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Valore della Produzione	916.906	922.501	827.753	614.578
Costi esterni	-649.260	-685.817	-595.981	-471.412
VALORE AGGIUNTO	267.646	236.684	231.772	143.166
Costo del Lavoro	-186.437	-201.823	-230.605	-119.891
EBITDA	81.209	34.861	1.167	23.275
Ammortamenti/Accantonamenti/Svalutazioni	-33.724	-35.719	-35.416	-32.293
EBIT	47.485	-858	-34.249	-9.018
Risultato Area finanziaria	-18.953	-17.173	-19.075	-17.421
RISULTATO LORDO	28.532	-18.031	-53.324	-26.439
Imposte	-6.686	-3.559	0	0
RISULTATO NETTO	21.846	-21.590	-53.324	-26.439

Anche in questo caso, al fine di valorizzare maggiormente i valori più recenti, si ritiene di dover applicare una media ponderata crescente:

	EBITDA	Peso	EBITDA ponderato
Esercizio chiuso al 31/12/2017	81.209	60%	48.725
Esercizio chiuso al 31/12/2018	34.861	80%	27.889
Esercizio chiuso al 31/12/2019	1.167	100%	1.167
Esercizio chiuso al 31/12/2020	23.275	80%	18.620
			96.401
Pesi			320%
EBITDA MEDIO NORMALIZZATO			30.125

Il primo parametro (EBITDA) è pertanto pari ad **€ 30.125**.

2. Rilevazione del multiplo

Il multiplo può alternativamente:

- essere "costruito" dallo stimatore attraverso l'individuazione di una serie di aziende similari delle quali siano noti i termini di transazioni concluse, oppure
- essere rilevato da banche dati presenti a sistema.

Nel caso specifico è possibile fare riferimento ai *data-base* elaborati dal Prof. A. Damodaran (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) nel quale sono riepilogati numerosi multipli, distinti per area geografica e settore di operatività.

Nel caso specifico viene assunto il **multiplo EV / EBITDA** del settore "*Machinery*", pari a **17,39**.

3. Determinazione della PFN

La Posizione Finanziaria Netta (PFN) è costituita dalla differenza tra attività e passività di natura finanziaria. In questa sede non è rilevante il criterio della scadenza, e pertanto rientrano nella PFN tutte le voci finanziarie sia a breve sia a medio e lungo termine.

Le categorie da analizzare per la quantificazione sono quattro:

- i. debiti e crediti di natura finanziaria risultanti in bilancio;
- ii. debiti originariamente di natura operativa che possono diventare finanziari e quindi essere inclusi nella PFN;
- iii. debiti verso i soci per i quali l'inclusione nella PFN deve essere valutata caso per caso.
- iv. debiti finanziari non risultanti in bilancio che devono essere ricostruiti dal valutatore.

Riprendendo singolarmente i vari punti:

- i. I **crediti e debiti di natura finanziaria risultanti dal bilancio**, costituiti dal denaro in cassa, dai conti correnti attivi e dai debiti verso banche, sono i seguenti:

Descrizione	Importo
Denaro in cassa	5.529
Banche c/c attivi	14.216
Debiti v/Banche	-177.150
	-157.405

La prima componente della PFN, pertanto, ammonta a complessivi **€ 157.405 (-)**.

- ii. Tra i **debiti originariamente di natura operativa ma da riclassificare nella PFN** il sottoscritto ritiene di aderire alla posizione dottrinale che propone di includervi (almeno parzialmente) il Fondo TFR in quanto una natura finanziaria può essere ravvisata nella rivalutazione annuale, che può essere equiparata ad un interesse, ed inoltre la prorata scadenza non pare omogenea con la natura tipica delle passività commerciali. Nel caso specifico il Fondo TFR viene incluso per il 50% del valore al 31/12/2020, per **€ 47.391 (-)**
- iii. Con riferimento ai **debiti verso soci**, la situazione specifica della società, caratterizzata da incertezza sul versante della produzione di redditi, fa ritenere che il relativo rimborso sarà rinviato ad un futuro non determinabile; conseguentemente tale voce **non viene inclusa nel calcolo della PFN**.
- iv. Non si rileva l'esistenza di **debiti finanziari non risultanti in bilancio che devono essere ricostruiti**.

Sintetizzando, la **Posizione Finanziaria Netta al 31/12/2020** è così determinata:

Descrizione	Importo
Indebitamento netto bancario	-157.405
50% Fondo TFR	-47.391
Debiti verso soci	0
Debiti originariamente di natura operativa ma da riclassificare nella PFN	0
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	-204.796

L'ultimo parametro necessario per applicare la formula del Valore del capitale economico con il metodo dei multipli, pertanto, viene quantificato in **€ 204.796 (-)**.

4. Determinazione del Valore del capitale economico

Avendo fin qui determinato, uno per uno, gli elementi necessari all'applicazione del metodo prescelto, è possibile ora determinare il Valore del capitale economico della "SALENTO TECNICA S.R.L."

Il multiplo prescelto è il rapporto tra "Valore dell'azienda" e "EBITDA".

La formula complessiva assume la seguente struttura:

$$W = EV - PFN$$

dove:

W	=	Valore del capitale economico
EV	=	Enterprise Value, cioè valore dell'azienda
PFN	=	Posizione finanziaria netta

Sapendo che:

- $EV / EBITDA = 17,39$, e
 - EBITDA medio ponderato della Società = 30.125
- ne deriva che **EV = 523.874**.

Da cui:

$$W = EV - PFN = 523.874 - 204.796 = \mathbf{319.078}$$

Concludendo: dall'applicazione del metodo di controllo emerge un valore attribuibile al capitale economico della "SALENTO TECNICA S.R.L." pari a

€ 319.078=

5. Determinazione del valore della partecipazione

Dal valore del capitale economico della società è necessario passare al valore della partecipazione.

Sono replicabili le stesse considerazioni già esposte in fase di adozione del metodo principale in ordine all'applicazione dello sconto di minoranza, che pertanto risulta pari al 25%.

I parametri da utilizzare nell'ambito del presente metodo di controllo sono i seguenti:

Parametro	Valore
Valore del capitale economico	319.078
Quota %	33,3268%
Sconto di minoranza	25%

Da cui:

$$\text{Partecipazione} = W \times \text{Quota \%} \times (1 - \text{Sconto di minoranza})$$

$$\text{Partecipazione} = 319.078 \times 33,3268\% \times (1 - 25\%) = \mathbf{79.754}$$

Pertanto il valore attribuibile alla partecipazione detenuta dalla "GRANUCCI S.R.L." nella "SALENTO TECNICA S.R.L." attraverso l'applicazione del metodo di controllo risulta pari ad

----- **€ 79.754** -----



Parte IV

CONCLUSIONE

La presente Relazione di stima è stata predisposta a seguito dell'acquisizione di una adeguata base informativa della Società e del contesto in cui la stessa opera.

L'applicazione del metodo principale è stata affiancata dall'utilizzo di un metodo di controllo che, nella sostanza, ne ha confermato il risultato finale:

Metodo	Valore
Metodo principale: U.E.C. ("metodo della stima autonoma dell'avviamento con durata limitata")	89.699
Metodo di controllo: MULTIPLI DI MERCATO	79.754

Si evidenzia infatti come il metodo dei multipli abbia fornito un valore economico della partecipazione che si discosta solo dell'8,9% rispetto al valore ottenuto con il metodo principale.

Il sottoscritto, quindi, conclude la propria perizia di stima assumendo le risultanze dell'applicazione del metodo principale e pertanto valutando il valore della partecipazione detenuta dalla [REDACTED] nella "SALENTO TECNICA S.R.L.", rappresentante il 33,3268% del capitale sociale di quest'ultima, alla data dell'1/01/2021, in cifra tonda, in

€ 90.000= (euro novantamila)

Riletto, confermato e sottoscritto. _____

Lucca, 25 Maggio 2021

Il Perito

