

# TRIBUNALE DI BOLOGNA

## SEZIONE IV FALLIMENTARE

Concordato Preventivo n. 19/2016  
PROCOND ELETTRONICA S.R.L. in liquidazione

### RELAZIONE DI STIMA D'AZIENDA

#### PREMESSA

Il sottoscritto dr. Gian Luca Mattioli con studio in Bologna Via del Cestello 4, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna al n. 707/A e al Registro dei Revisori Legali al n. 63409 – G.U. n.32BIS del 28/04/1995, è stato nominato in data 24.03.2017 dal Giudice Delegato Dott. Fabio Florini coadiutore quale stimatore aziendale del complesso aziendale di pertinenza della società

#### PROCOND ELETTRONICA S.R.L. in liquidazione

nell'ambito della procedura avente per oggetto la proposta di concordato preventivo n. 19/2016 presentata dalla società predetta medesima.

La presente relazione si articola come segue:

#### Sommario

PREMESSA.....	1
§ 1. OGGETTO DI INDAGINE .....	2
§ 2. DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI .....	3
§ 3. DESCRIZIONE DELL'ATTIVITA' E DEL MERCATO DI RIFERIMENTO .....	4
§ 4. DATI ECONOMICI DELL'ATTIVITA' .....	7
§ 5. ILLUSTRAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE .....	11
§ 6.LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA.....	19
§ 7.APPLICAZIONE DEL METODO (DEI METODI) PRESCELTI .....	21
§ 8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE .....	29

## **§ 1. OGGETTO DI INDAGINE**

La valutazione ha come oggetto l'azienda di proprietà della società PROCOND ELETTRONICA S.R.L. con sede legale in Longarone (BL), località Villanova, Zona Industriale n. 6, e sede effettiva in Castel Maggiore (BO), Via Grandi 5, organizzata e gestita per l'esercizio dell'attività di progettazione, sviluppo, produzione e vendita di schede elettroniche.

Con scrittura privata autenticata in data 22.09.2016 la predetta azienda è stata concessa in affitto alla società NPE Srl con sede in Treviso per la durata di 36 mesi e un corrispettivo annuale di Euro 300.000,00.

Gli elementi che compongono l'azienda sono individuati nel contratto d'affitto come segue:

- a) brevetti, tecnologia, know-how, segni distintivi, software, iscrizioni certificazioni ed autorizzazioni come da allegato sub D) al contratto medesimo;
- b) rapporti di lavoro dipendente relativi a n. 262 unità nominativamente elencate nell'allegato C) al contratto, trasferite in capo all'affittuario;
- c) beni strumentali di cui ad allegato E) del contratto;
- d) diritti di proprietà, uso e privativa relativi al materiale, in formato elettronico e fisico (software incluso), contenente il know-how specificamente relativo ai progetti creati per la produzione in Procond fino alla data di sottoscrizione del contratto d'affitto;
- e) godimento del capannone artigianale/industriale, della porzione adibita ad uffici ed area commerciale con accessori ed annessa area scoperta, siti in Longarone (BL), località Villanova, Zona Industriale 6, così catastalmente individuato: Comune di Longarone (BL), Catasto dei Fabbricati, Foglio 35, Particella 359, Sub. 1), Categoria D/1;
- f) contratti stipulati dal locatore Procond Elettronica S.r.l. per l'esercizio dell'azienda, ivi espressamente inclusi i contratti e i rapporti attivi in genere stipulati con i clienti ed i fornitori, nonché nei contratti intercompany (ovvero tra Procond e le società del Gruppo Selcom) funzionalmente necessari all'esercizio dell'Azienda (ivi compresi i contratti IT), e con espressa esclusione dei contratti bancari e dei contratti di finanziamento.

L'azienda concessa in affitto non comprende, invece, per espressa previsione contenuta nel citato contratto, il magazzino, la cassa, i debiti e i crediti; in particolare, il contratto prevede che il magazzino sia oggetto di separato contratto estimatorio tra le parti nel quale l'Affittuario formula specifica offerta irrevocabile di acquisto. Il magazzino, pertanto, non rientra nel perimetro valutativo oggetto della presente relazione.

La valutazione, dunque, tiene conto tanto degli elementi immateriali (avviamento, know-how, organizzazione), quanto di quelli materiali, tutti così come individuati nel contratto di affitto d'azienda nonché negli elaborati valutativi del Prof. Marco David di cui si dirà nel prosieguo.

\*\*\*

## **§ 2. DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI**

L'attività di valutazione è stata svolta avvalendosi dei seguenti documenti e informazioni, ritenuti rilevanti allo scopo, messi a disposizione dal commissario giudiziale Dott.ssa Monica Mastropaolo e/o dalla società su indicazione della medesima:

- (i) visura storica del Registro delle Imprese della società Procond Elettronica S.r.l.
- (ii) contratto di affitto d'azienda del 22.09.2016
- (iii) bilanci della società Procond Elettronica S.r.l. relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre degli anni 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015 completi di note esplicative e relazione sulla gestione;
- (iv) situazioni contabili analitiche relative agli esercizi 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015;
- (v) situazione contabile analitica alla data del 30.09.2016, del 31.10.2016, del 31.12.2016 e del 28.02.2017;
- (vi) piano industriale di "Selcom Group" 2013-2015 in allegato sub "B" all'accordo di ristrutturazione del debito, attestato ex art. 67 comma 3 lettera d) legge fallimentare, sottoscritto in data 14 e 25 marzo 2013 fra le società facenti parte del gruppo Selcom e, fra queste, Procond Elettronica S.r.l., e alcune banche creditrici;
- (vii) proposta e piano di concordato della Società ex art. 161 comma II e III l.f., relativi allegati, documenti di integrazione e a chiarimento;
- (viii) elaborati contabili redatti dal responsabile del controllo di gestione del gruppo denominati "GM Procond 13-14-15-giu 16", contenuti su file Excel, relativi alla determinazione analitica del Gross Margin complessivo e per cliente per gli anni 2013, 2014, 2015 e al 30.06.2016;

- (ix) elaborati contabili redatti dal responsabile del controllo di gestione del gruppo denominati “MR Procond 13-14-15-set 16”, contenuti su file Excel, riportanti il Management Report per gli anni 2013, 2014, 2015 e al 30.09.2016;
- (x) elenco delle posizioni di lavoro dipendente con indicazione dei costi aziendali, qualifiche, livelli e posizioni funzionali;
- (xi) elaborati di stima dei beni immateriali e mobili materiali del Prof. Marco David.

La descritta documentazione è stata messa a disposizione del sottoscritto a partire dal 12.04.2017.

### **§ 3. DESCRIZIONE DELL'ATTIVITA' E DEL MERCATO DI RIFERIMENTO**

Procond Elettronica S.r.l. fa parte del gruppo Selcom con sede a Bologna (Castel Maggiore) ed è detenuta al 100% dalla capogruppo Selcom Elettronica S.p.A.

L'attività dichiarata al registro delle imprese è quella relativa alla *“fabbricazione, assemblaggio nonché la prestazione di servizi nel campo degli apparecchi ed apparecchiature elettromeccaniche ed elettroniche e loro parti di ricambio, la relativa progettazione per conto proprio, la messa in opera e l'impianto delle apparecchiature stesse nonché qualsiasi attività inerente o affine”*. A sua volta l'oggetto sociale previsto dallo Statuto è *«la fabbricazione, l'assemblaggio, la compravendita nonché la prestazione di servizi nel campo degli apparecchi ed apparecchiature elettromeccaniche ed elettroniche e le loro parti di ricambio, la relativa progettazione per conto proprio, la messa in opera e l'impianto delle apparecchiature stesse nonché qualsiasi attività inerente o affine»*.

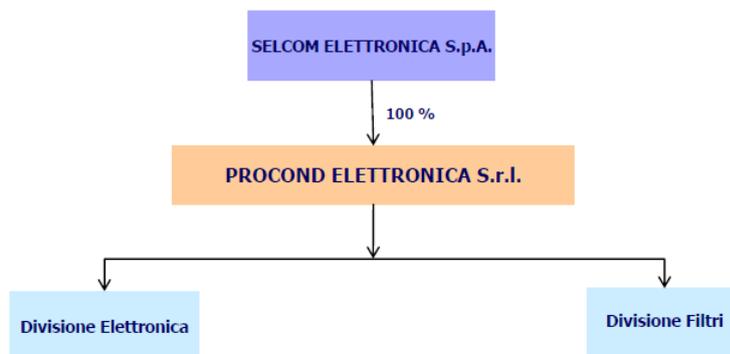
Nelle relazioni sulla gestione allegare ai bilanci si descrivono più ampiamente le attività della società e i relativi processi: *“La società opera nei settori Electronic Manufacturing Services (EMS) ed Original Design manufacturer (ODM) erogando una gamma completa di servizi che comprendono la progettazione, prototipazione, industrializzazione ed assemblaggio di schede elettroniche ed apparati elettronici. Le produzioni sono realizzate presso gli stabilimenti siti in Italia, Cina e Tunisia di proprietà del gruppo. Lo stabilimento italiano è sito in Longarone (BL). Le schede elettroniche trovano applicazione in vari prodotti finiti quali autovetture, elettrodomestici e macchine da caffè. Attraverso il servizio di progettazione le idee del cliente vengono trasposte in disegni di apparati elettrici ed elettronici. Questo servizio trova origine da precise richieste fornite dal cliente, che possono avere diversi livelli di precisione e che pertanto possono limitarsi alla richiesta di una mera concezione di prodotto o estendersi alla determinazione dei valori funzionali che lo stesso deve avere. I prodotti realizzati sulla base del progetto vengono testati mediante realizzazione di campioni e*

*successivamente validati prima della messa in produzione in serie. Il servizio di industrializzazione consente di tradurre il progetto del singolo prodotto nel disegno del circuito stampato e di identificare i materiali ed i componenti necessari alla realizzazione dello stesso. Questo servizio consente anche di verificare, insieme al cliente, il processo di produzione necessario alla realizzazione del prodotto, la capacità produttiva, la disponibilità delle attrezzature da utilizzare e il costo target di produzione. Il servizio di assemblaggio è l'attività principale di un EMS provider ed è costituito dall'insieme delle azioni che portano alla realizzazione industriale del prodotto. A seconda del tipo di lavorazione necessaria e del tipo di prodotto finito l'assemblaggio può richiedere differenti livelli di automazione. Le attività di collaudo completano il processo di assemblaggio e vengono effettuate per verificare la conformità del prodotto ai requisiti richiesti. In questa fase vengono effettuate prove di funzionalità e verifica degli standard di qualità che consentono di porre in essere le azioni correttive eventualmente necessarie. La variabilità delle schede assemblate unita alla volontà di mantenere un forte legame relazionale e di business con i propri clienti, ha determinato un'impostazione dell'attività produttiva su piattaforme in grado di garantire da parte di Procond Elettronica flessibilità e rapidità nel rispondere alle specifiche esigenze dei clienti. La piattaforma dedicata alla produzione di componenti EMC per la riduzione dei disturbi elettromagnetici e il miglioramento dell'immunità nei dispositivi e attrezzature elettriche ed elettroniche è strutturata con un sito di produzione a M'Saken, in Tunisia. I clienti sono i principali produttori di elettrodomestici (lavatrici, lavastoviglie, macchine da caffè, forni, ecc...) e di utensili elettrici, in Europa ed Asia.”*

Ulteriori elementi descrittivi della storia e dell'attività si rinvengono in una scheda di presentazione messa a disposizione dello scrivente nella quale si legge:

- Procond Elettronica nasce nel 1948 e inizia a produrre apparecchiature elettriche sin dal 1950; la gamma dei prodotti realizzati si è ampliata nel corso degli anni toccando diversi settori, fino a raggiungere l'attuale specializzazione nel settore degli elettrodomestici ed automotive;
- nel 1969 realizza condensatori per tv e computer (Olivetti e Honeywell); nel 1978 estende la sua produzione realizzando filtri RFI antidisturbo per elettrodomestici e computer;
- nel 1984 entra nel settore dei controlli elettronici, inizia la produzione di alimentatori switching per computer (IBM e Digital) e diventa COE (Center of Excellence) dei controlli elettronici per elettrodomestici di Zanussi;
- nel 1990 abbandona il settore dei computer e si espande ulteriormente nel settore degli elettrodomestici, acquisendo clienti come Bosch-Siemens, Merloni, Carrier, e dell'automotive, con BMW e FIAT;
- nel 1992 sviluppa e produce controlli per airbag per Renault ma esce da questo settore nel 1997 per focalizzare le proprie attività sulla progettazione, sviluppo, industrializzazione e produzione di controlli elettronici e filtri antidisturbo (RFI) per elettrodomestici ed automotive;
- oggi Procond Elettronica, azienda appartenente al Gruppo Selcom, è il partner ideale per i clienti OEM che operano nel settore dell'elettrodomestico e desiderano operare in stretto contatto con un'azienda dalle approfondite competenze tecniche ed applicative. Procond Elettronica è infatti in grado di sviluppare in tempi rapidi controlli elettronici innovativi che utilizzano le tecnologie più all'avanguardia e di produrli a costi contenuti.

L'esame dei dati economici messi a disposizione dalla Società, e in particolare i dettagli contenuti nei report del controllo di gestione, evidenzia che l'attività della stessa si suddivide essenzialmente fra una BU (business unit) "Elettronica" e una "Filtri", così come anche graficamente illustrato in una delle schede descrittive messe a disposizione:



Dai dati messi a disposizione dal responsabile del controllo di gestione si rileva che il valore della produzione deriva prevalentemente dalla divisione elettronica (dati in milioni di Euro):

Anno	Totale ricavi	BU Elettronica		BU Filtri	
2013	48,26	40,79	84,51%	7,48	15,49%
2014	45,29	39,74	87,75%	5,55	12,25%
2015	48,57	43,56	89,68%	5,01	10,32%
2016(*)	25,08	22,33	89,02%	2,75	10,98%
(*) fino al 30.06.2016					

Situazione che trova conferma anche a livello di gross margin:

Anno	Totale Gross Margin	BU Elettronica		BU Filtri	
2013	12,21	11,69	95,75%	0,52	4,25%
2014	10,84	10,35	95,46%	0,49	4,54%
2015	8,08	7,65	94,71%	0,43	5,29%
2016(*)	4,42	4,36	98,76%	0,05	1,24%
(*) fino al 30.06.2016					

I dati esaminati evidenziano inoltre che l'attività della società, intesa in termini di entità di valore della produzione e di marginalità, si concentra su un numero limitato di clienti (in base ai dati del 2015, i primi 10 clienti della BU Elettronica rappresentano circa l'80% del valore della produzione della stessa e della marginalità a livello di gross margin).

## § 4. DATI ECONOMICI DELL'ATTIVITA'

Si è proceduto all'esame dei dati economici rilevabili dai bilanci della società dal 2010 al 2015 nonché dagli elaborati del controllo di gestione per gli esercizi dal 2013 al 2016. I dati di conto economico degli esercizi dal 2010 al 2015 sono sintetizzabili nelle seguenti tabelle:

DESCRIZIONE	2012	%	2011	%	2010	%
Ricavi netti	46.161.435	98,7%	61.526.296	98,8%	76.394.555	99,2%
Altri proventi	622.227	1,3%	723.491	1,2%	606.194	0,8%
<b>Valore della produzione</b>	<b>46.783.662</b>	<b>100,0%</b>	<b>62.249.787</b>	<b>100,0%</b>	<b>77.000.749</b>	<b>100,0%</b>
Costi per acquisti	(27.008.328)	(57,7%)	(36.130.933)	(58,0%)	(49.803.510)	(64,7%)
Variazione rimanenze materie, ecc..	(1.072.846)	(2,3%)	(3.153.314)	(5,1%)	(626.941)	(0,8%)
Costi per servizi	(5.644.478)	(12,1%)	(7.584.476)	(12,2%)	(9.809.423)	(12,7%)
Costi del personale	(11.885.036)	(25,4%)	(12.252.566)	(19,7%)	(14.785.924)	(19,2%)
Lavori interni capitalizzati	765.667	1,6%	686.387	1,1%	500.158	0,6%
Costi per godimento beni di terzi	(96.966)	(0,2%)	(154.886)	(0,2%)	(178.702)	(0,2%)
Oneri diversi di gestione	(559.995)	(1,2%)	(380.779)	(0,6%)	(1.107.439)	(1,4%)
<b>Costi della produzione</b>	<b>(45.501.982)</b>	<b>(97,3%)</b>	<b>(58.970.567)</b>	<b>(94,7%)</b>	<b>(75.811.781)</b>	<b>(98,5%)</b>
<b>M.O.L.</b>	<b>1.281.680</b>	<b>2,7%</b>	<b>3.279.220</b>	<b>5,3%</b>	<b>1.188.968</b>	<b>1,5%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	(2.558.295)	(5,5%)	(2.746.997)	(4,4%)	(3.024.922)	(3,9%)
Accantonamenti a fondi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>(1.276.615)</b>	<b>(2,7%)</b>	<b>532.223</b>	<b>0,9%</b>	<b>(1.835.954)</b>	<b>(2,4%)</b>
Gestione accessoria		0,0%		0,0%		0,0%
Gestione finanziaria	(830.643)	(1,8%)	(1.045.713)	(1,7%)	(1.150.920)	(1,5%)
Rettifiche valore attività finanziarie		0,0%		0,0%		0,0%
<b>RISULTATO ANTE-IMPOSTE</b>	<b>(2.107.258)</b>	<b>(4,5%)</b>	<b>(513.490)</b>	<b>(0,8%)</b>	<b>(2.986.874)</b>	<b>(3,9%)</b>
Imposte	125.507	0,3%	(440.000)	(0,7%)	(894.904)	(1,2%)
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>(1.981.751)</b>	<b>(4,2%)</b>	<b>(953.490)</b>	<b>(1,5%)</b>	<b>(3.881.778)</b>	<b>(5,0%)</b>

DESCRIZIONE	2015	%	2014	%	2013	%
Ricavi netti	47.039.629	98,4%	43.748.320	98,0%	47.202.963	98,7%
Altri proventi	742.973	1,6%	886.524	2,0%	629.889	1,3%
<b>Valore della produzione</b>	<b>47.782.602</b>	<b>100,0%</b>	<b>44.634.844</b>	<b>100,0%</b>	<b>47.832.852</b>	<b>100,0%</b>
Costi per acquisti	(29.928.503)	(62,6%)	(24.203.152)	(54,2%)	(25.699.698)	(53,7%)
Variazione rimanenze materie, ecc..	(3.283.610)	(6,9%)	(55.751)	(0,1%)	(853.704)	(1,8%)
Costi per servizi	(6.183.596)	(12,9%)	(6.223.815)	(13,9%)	(6.070.076)	(12,7%)
Costi del personale	(11.478.381)	(24,0%)	(11.483.846)	(25,7%)	(11.862.487)	(24,8%)
Lavori interni capitalizzati	807.563	1,7%	693.724	1,6%	487.989	1,0%
Costi per godimento beni di terzi	(129.602)	(0,3%)	(116.485)	(0,3%)	(91.960)	(0,2%)
Oneri diversi di gestione	(485.835)	(1,0%)	(662.468)	(1,5%)	(443.480)	(0,9%)
<b>Costi della produzione</b>	<b>(50.681.964)</b>	<b>(106,1%)</b>	<b>(42.051.793)</b>	<b>(94,2%)</b>	<b>(44.533.416)</b>	<b>(93,1%)</b>
<b>M.O.L.</b>	<b>(2.899.362)</b>	<b>(6,1%)</b>	<b>2.583.051</b>	<b>5,8%</b>	<b>3.299.436</b>	<b>6,9%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	(14.976.415)	(31,3%)	(1.993.880)	(4,5%)	(2.289.616)	(4,8%)
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>(17.875.777)</b>	<b>(37,4%)</b>	<b>589.171</b>	<b>1,3%</b>	<b>1.009.820</b>	<b>2,1%</b>
Gestione finanziaria	(1.356.596)	(2,8%)	(1.196.179)	(2,7%)	(612.159)	(1,3%)
<b>RISULTATO ANTE-IMPOSTE</b>	<b>(19.232.373)</b>	<b>(40,2%)</b>	<b>(607.008)</b>	<b>(1,4%)</b>	<b>397.661</b>	<b>0,8%</b>
Imposte	2.784.972	5,8%	(526.798)	(1,2%)	214.750	0,4%
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>(16.447.401)</b>	<b>(34,4%)</b>	<b>(1.133.806)</b>	<b>(2,5%)</b>	<b>612.411</b>	<b>1,3%</b>

I dati evidenziano una marcata contrazione del valore della produzione dal 2010 al 2012 che dalle relazioni sulla gestione relative agli esercizi 2011 e 2012 si apprende essere principalmente riconducibili al settore home appliances. Negli anni successivi il valore della

produzione si attesta su livelli costanti e con EBITDA apprezzabili nel 2013 e nel 2014. L'EBITDA volge pesantemente in negativo nel 2015 essenzialmente per effetto dell'incremento del costo per acquisti di materie prime che la relazione sulla gestione spiega in questi termini: *“il costo del materiale impiegato in termini percentuali rispetto ai ricavi risulta superiore rispetto all'esercizio precedente di 8,6 punti percentuali per il diverso mix di prodotti venduti e servizi offerti”*. Gli elaborati del controllo di gestione per il periodo 2013 – 2016 (per quest'ultimo anno fino a settembre) presentano dati coerenti con quelli di bilancio, ancorché la logica che sottende la loro predisposizione sia maggiormente ispirata a criteri di contabilità industriale e forniscono una utile base dati per procedere all'individuazione dei parametri economici che si utilizzeranno in sede di valutazione.

PROCOND ELETTRONICA	December 2013		December 2014		December 2015		September 2016	
PROFIT & LOSS (€ Mln)	Actual YTD		Actual YTD		Actual YTD		Actual YTD	
Sales revenues	47,60	98,6%	44,06	97,3%	47,39	97,6%	35,00	99,8%
<i>of which intercompany production</i>	3,43	7,1%	3,29	7,3%	4,79	9,9%	2,66	7,6%
<i>of which other intercompany transactions</i>	2,39	4,9%	2,24	5,0%	1,94	4,0%	0,24	0,7%
Suspended Cost	0,49	1,0%	0,69	1,5%	0,81	1,7%	-	0,0%
Other revenues	0,17	0,4%	0,54	1,2%	0,38	0,8%	0,06	0,2%
<b>TOTAL Revenues</b>	<b>48,264</b>	<b>100,0%</b>	<b>45,29</b>	<b>100,0%</b>	<b>48,57</b>	<b>100,0%</b>	<b>35,06</b>	<b>100,0%</b>
Material Cost	- 26,55	-55,0%	- 24,26	-53,6%	- 33,21	-68,4%	- 24,63	-70,2%
Production Services	- 2,88	-6,0%	- 3,60	-7,9%	- 3,99	-8,2%	- 3,08	-8,8%
<i>Picking &amp; movement</i>	- 0,04	-0,1%	- 0,04	-0,1%	- 0,00	0,0%	- 0,00	0,0%
<i>Temporary Workers</i>	- 0,01	0,0%	- 0,17	-0,4%	- 0,57	-1,2%	- 0,44	-1,3%
<i>In&amp;out bound transports</i>	- 1,20	-2,5%	- 1,13	-2,5%	- 1,18	-2,4%	- 0,97	-2,8%
<i>External production including Fitelec Tunisie</i>	- 1,63	-3,4%	- 2,26	-5,0%	- 2,23	-4,6%	- 1,66	-4,7%
<i>Production Consulting</i>	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Direct Workers	- 6,62	-13,7%	- 6,60	-14,6%	- 6,44	-13,2%	- 4,32	-12,3%
<i>Direct Workers</i>	- 5,790	-12,0%	- 5,86	-12,9%	- 5,66	-11,6%	- 3,79	-10,8%
<i>R&amp;D direct personnel</i>	- 0,830	-1,7%	- 0,73	-1,6%	- 0,78	-1,6%	- 0,53	-1,5%
<b>TOTAL Production cost</b>	<b>- 36,06</b>	<b>-74,7%</b>	<b>- 34,45</b>	<b>-76,1%</b>	<b>- 43,64</b>	<b>-89,8%</b>	<b>- 32,03</b>	<b>-91,3%</b>
<b>GROSS MARGIN</b>	<b>12,21</b>	<b>25,3%</b>	<b>10,84</b>	<b>23,9%</b>	<b>4,93</b>	<b>10,2%</b>	<b>3,03</b>	<b>8,7%</b>
Indirect production and structural personnel	- 5,38	-11,1%	- 5,15	-11,4%	- 4,71	-9,7%	- 3,43	-9,8%
<i>Indirect production personnel</i>	- 2,504	-5,2%	- 2,616	-5,8%	- 2,61	-5,4%	- 1,91	-5,5%
<i>Indirect R&amp;D personnel</i>	- 0,356	-0,7%	- 0,313	-0,7%	- 0,33	-0,7%	- 0,20	-0,6%
<i>Indirect structural personnel</i>	- 1,641	-3,4%	- 1,436	-3,2%	- 1,15	-2,4%	- 0,81	-2,3%
<i>Purchasing/Sales/Rtq</i>	- 0,509	-1,1%	- 0,364	-0,8%	- 0,18	-0,4%	- 0,16	-0,5%
<i>Recharge of management fees</i>	- 0,37	-0,8%	- 0,42	-0,9%	- 0,43	-0,9%	- 0,35	-1,0%
General Services	- 2,81	-5,8%	- 2,36	-5,2%	- 2,19	-4,5%	- 1,59	-4,5%
<i>Maintenance</i>	- 0,10	-0,2%	- 0,07	-0,1%	- 0,11	-0,2%	- 0,05	-0,2%
<i>Consulting</i>	- 0,23	-0,5%	- 0,14	-0,3%	- 0,13	-0,3%	- 0,09	-0,3%
<i>Energy, Phone &amp; Data, Security, Catering</i>	- 1,15	-2,4%	- 1,03	-2,3%	- 0,97	-2,0%	- 0,68	-1,9%
<i>Administrator compensation</i>	- 0,34	-0,7%	- 0,15	-0,3%	-	0,0%	-	0,0%
<i>Travel &amp; living, Marketing Exp</i>	- 0,15	-0,3%	- 0,16	-0,3%	- 0,12	-0,3%	- 0,07	-0,2%
<i>Other services</i>	- 0,47	-1,0%	- 0,40	-0,9%	- 0,42	-0,9%	- 0,35	-1,0%
<i>Fee Selcom Inc. / Procond / Technical advice Selcom</i>	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
<i>Mark up fees</i>	- 0,37	-0,8%	- 0,42	-0,9%	- 0,43	-0,9%	- 0,35	-1,0%
<i>Outsourcing costs</i>	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Rent	- 0,08	-0,2%	- 0,11	-0,2%	- 0,12	-0,3%	- 0,12	-0,3%
Other operating costs	- 0,23	-0,5%	- 0,29	-0,7%	- 0,27	-0,5%	- 0,21	-0,6%
<b>TOTAL Base Costs</b>	<b>- 8,50</b>	<b>-17,6%</b>	<b>- 7,91</b>	<b>-17,5%</b>	<b>- 7,29</b>	<b>-15,0%</b>	<b>- 5,35</b>	<b>-15,3%</b>
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>3,706</b>	<b>7,7%</b>	<b>2,93</b>	<b>6,5%</b>	<b>- 2,36</b>	<b>-4,9%</b>	<b>- 2,31</b>	<b>-6,6%</b>
Leasing	- 0,06	-0,1%	- 0,05	-0,1%	- 0,04	-0,1%	-	0,0%
Depreciation of tangible assets	- 1,48	-3,1%	- 0,92	-2,0%	- 0,97	-2,0%	- 0,76	-2,2%
Depreciation of intangible assets	- 0,66	-1,4%	- 0,69	-1,5%	- 0,68	-1,4%	- 0,39	-1,1%
Devaluation / Accruals	- 0,08	-0,2%	- 0,33	-0,7%	- 13,15	-27,1%	- 0,50	-1,4%
<b>EBITA</b>	<b>1,416</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,93</b>	<b>2,1%</b>	<b>- 17,19</b>	<b>-35,4%</b>	<b>- 3,96</b>	<b>-11,3%</b>
Amortization Goodwill (2001)	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Amortization Goodwill (2003)	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Amortization Consolidation difference	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>1,42</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,933</b>	<b>2,1%</b>	<b>- 17,19</b>	<b>-35,4%</b>	<b>- 3,96</b>	<b>-11,3%</b>

Da colloqui con il responsabile del controllo di gestione del gruppo Selcom si è avuta conferma che la maggior incidenza percentuale dei costi per materie prime è conseguenza non solo di una minore marginalità di alcune linee di prodotto e di clientela, ma anche dell'incremento dell'aumento del dollaro USA a partire dalla seconda metà del 2014.

I dati appena illustrati, sia quelli del bilancio civilistico, sia le elaborazioni del controllo di gestione, congiuntamente ai dati analitici di bilancio, rappresentano il quadro economico di riferimento utilizzato dal sottoscritto nel proprio processo di valutazione.

### Organico aziendale

Il contratto d'affitto d'azienda elenca nominativamente le n. 262 unità lavoro trasferite unitamente all'azienda.

Il sottoscritto ha verificato l'elenco allegato al contratto d'affitto confrontandolo con gli elaborati su file di Excel messi a disposizione dall'azienda, questi ultimi contenenti le anagrafiche personali, la categoria, il livello di inquadramento, la funzione e il costo mensile aziendale per ciascuna della predette unità.

La sintesi dei dati rilevati dagli elaborati può essere presentata nel seguente schema:

<b>Qualifica</b>	<b>Unità</b>	<b>Costo mensile</b>
<b>Dirigente</b>	<b>4</b>	<b>56.167,86</b>
Livello Dirigente	4	56.167,86
<b>Impiegato</b>	<b>54</b>	<b>225.326,33</b>
4' Livello	4	8.731,50
5' Livello	19	63.400,88
5' Livello Superiore	3	11.822,83
6' Livello	15	66.722,61
7' Livello	8	42.457,01
8' Livello Quadro	5	32.191,49
<b>Operaio</b>	<b>204</b>	<b>552.869,61</b>
3' Livello	72	174.238,16
4' Livello	60	155.699,25
5' Livello	71	218.364,63
6' Livello	1	4.567,57
<b>Totale complessivo</b>	<b>262</b>	<b>834.363,80</b>

Si tratta, dunque, di un organico composto da n. 4 dirigenti, n. 54 impiegati e n. 204, inquadrati con i diversi livelli come indicato nella tabella.

Il sottoscritto non ha svolto verifiche specifiche sulla correttezza dell'informazione relativa al costo mensile aziendale fornita dalla società; i dati di cui alla tabella che precede andranno dunque assunti dai lettori della presente relazione come indicazione orientativa dei livelli retributivi in essere ma non costituisce in nessun modo garanzia dell'effettività degli stessi e della correttezza dell'informazione stessa.

Il costo complessivo del personale negli anni può rilevarsi dai bilanci, dalle situazioni contabili analitiche e dalle informazioni contenute nelle relazioni sulla gestione:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Costo del personale dipendente	13.174.256	12.197.885	11.879.442	11.850.034	11.325.622	10.982.299
Numero unità	335	316	305	288	275	266
<i>Dirigenti</i>	8	6	7	7	6	5
<i>Impiegati e quadri</i>	76	69	64	57	54	55
<i>Operai</i>	251	241	234	224	215	206
Costo del personale interinale	1.611.668	54.681	5.593	12.454	158.224	496.082
<b>Totale costo del personale</b>	<b>14.785.924</b>	<b>12.252.566</b>	<b>11.885.035</b>	<b>11.862.487</b>	<b>11.483.846</b>	<b>11.478.381</b>

## § 5. ILLUSTRAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

### METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

L'oggetto della presente relazione è l'accertamento del più probabile valore del complesso aziendale così come descritto nei paragrafi precedenti.

Numerosi sono, in astratto, i metodi impiegabili per la valutazione di un'azienda o di una partecipazione in una società non quotata che, come è ben noto, non è un bene fungibile avente un corso di mercato, ma un *unicum* difficilmente comparabile ad altri beni omogenei e di cui non è dato stabilire un valore unico ed obiettivo, bensì una mera approssimazione, un intorno di valori entro i quali ragionevolmente possa collocarsi quello che si vuole stimare.

A seconda del metodo impiegato, i valori ottenuti da chi opera la stima dei patrimoni aziendali, funzionale alla determinazione del probabile valore di mercato, possono risultare costituiti in tutto od in parte da valori certi, ovvero da semplici stime, ovvero ancora da vere e proprie congetture. I valori di cui si parla e che costituiscono la base del processo di stima sono in larga parte quelli desunti dai bilanci relativi all'ente oggetto di stima (nel caso di stima di una partecipazione) o cui è riferibile il bene aziendale oggetto di stima (nel caso di stima, come nel caso in esame, di un compendio aziendale). Ne consegue che, ovviamente, se i dati contabili presi in esame risultano inesatti, falsi, inattendibili, o comunque redatti in modo scorretto e non corrispondenti ai fatti di gestione, i valori di stima che si ricaveranno da tali dati contabili risulteranno altrettanto inattendibili, se non fuorvianti.

Ora, secondo le tradizionali costruzioni della dottrina aziendalistica italiana la stima del capitale economico di una impresa in funzionamento può essere effettuata facendo ricorso a differenti metodologie di valutazione, generalmente classificate dalla dottrina e dalla pratica professionale nelle seguenti categorie:

- i metodi patrimoniali;
- i metodi reddituali;

- i metodi finanziari;
- i metodi misti
- i metodi empirici.

I PIV (“Principi Italiani di Valutazione”) pubblicati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV) contengono tuttavia una differente classificazione, che risulta in gran parte mutuata dalla prassi internazionale.

In particolare al §1.14 dei PIV viene precisato che «Le tre principali metodiche nell’ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- metodica di mercato (market approach);
- metodica dei flussi di risultati attesi (income approach);
- metodica del costo (cost approach),

proseguendo con la sottolineatura che «la suesposta classificazione delle metodiche di valutazione è di carattere generale. Le metodiche si ispirano ai principi economici dell’equilibrio dei prezzi di mercato (market approach), del valore di ogni attività in funzione della generazione di flussi di risultati (income approach) e del valore in funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per riprodurre un’attività simile a quella che deve essere valutata (cost approach). In funzione della natura del bene oggetto di valutazione e della configurazione di valore rilevante, uno o più dei principi enunciati tendono ad assumere maggiore significato».

Per riconciliare tale tripartizione con le classificazioni della tradizione nazionale, nel documento «*La rete concettuale di base (Conceptual framework)*» pubblicato dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV) nel 2013 si leggeva che «nella letteratura e nella prassi relativamente alla valutazione delle aziende sono frequentemente citati il criterio patrimoniale semplice, il criterio patrimoniale complesso ed il criterio misto patrimoniale reddituale (al quale possono essere accostati anche i metodi basati sull’attualizzazione degli *Abnormal earnings* o dell’*Economic Profit*). Le tre metodiche sopra citate rappresentano visioni del valore più generali, utilizzabili per ogni tipo di attività reale o finanziaria. A ben vedere, infatti, i tre diversi criteri patrimoniali o misto nel momento in cui individuano i valori delle singole attività e passività utilizzano il modello del costo oppure quello del mercato; nel momento in cui determinano il valore di avviamento (oppure il valore attuale degli *Abnormal Earnings* o dell’*Economic Profit*) fanno uso del modello dei risultati attesi».

Pertanto, nell'esposizione che segue le caratteristiche delle metodologie valutative sono trattate secondo la classificazione tradizionale.

### **I metodi c.d. "assoluti"**

Vengono usualmente definiti metodi "assoluti" quelli che tendono a stimare il valore di un'azienda sulla base della c.d. "analisi fondamentale".

#### I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si fondano sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Elemento distintivo fondamentale nell'ambito della famiglia dei metodi patrimoniali è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, vale a dire quell'insieme di elementi intangibili riconducibili genericamente al "know-how" e che derivano dalla capacità manageriali, dal posizionamento sul mercato, dalle capacità relazionali, ecc.

Nell'ambito dell'approccio patrimoniale si usa infatti distinguere tra:

(a) **metodi patrimoniali semplici**, che considerano i soli beni materiali, attribuendo valori correnti a ciascun componente (singolo o inserito in categorie di beni omogenei) del complesso aziendale e permettono di rispondere alle esigenze di analiticità della stima e di prudenza nell'attribuzione dei valori. I singoli beni vengono infatti stimati in funzione del loro valore e della loro coordinazione economica nella struttura aziendale che li traduce in un complesso organico di mezzi economici finalizzato alla produzione di reddito. La stima dei diversi elementi del patrimonio viene effettuata comparando i valori contabili indicati dalla società con i valori correnti attribuibili ai diversi elementi attivi e passivi, considerati nelle loro attuali condizioni e caratteristiche quali-quantitative e nella loro attitudine ad essere economicamente utilizzati nella gestione della nuova entità societaria;

(b) **metodi patrimoniali complessi**, che comportano la valorizzazione specifica dei beni immateriali. All'interno di questa categoria si suole operare la distinzione tra: (i) *metodi analitici*, che fondano la determinazione del valore dell'azienda o del ramo d'azienda, tenendo anche conto della sua redditività in maniera indiretta, attraverso una stima analitica del valore dei beni immateriali; (ii) *metodi empirici*, nell'ambito dei quali la valorizzazione dei beni immateriali avviene in base a parametri espressi dal mercato per beni simili.

## I metodi reddituali

I metodi reddituali si basano sul concetto che il valore del capitale economico di un'azienda è funzione esclusiva delle sue capacità di reddito.

Il calcolo di questo valore presuppone la conoscenza dei seguenti dati: il flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione e il valore del tasso di attualizzazione degli stessi.

L'orizzonte temporale di previsione indica il periodo per il quale è economicamente fondato ritenere che l'azienda sia in grado di produrre reddito. Il tasso di attualizzazione dei redditi attesi viene generalmente identificato con quel tasso che, in quanto coerente con le condizioni di rischio in cui opera l'impresa, riflette il rendimento-opportunità delle diverse forme di investimento alternative con analogo profilo di rischio.

Anche i metodi reddituali, come quelli patrimoniali, possono essere suddivisi in due categorie: (i) **metodi reddituali semplici** (o sintetici), con i quali si assume un flusso di redditi costante, ovvero un reddito "medio o normale", qualunque sia la durata dell'arco temporale di previsione. Tale metodo prevede l'applicazione della nota formula dell'attualizzazione che si esprime

$$W = R a_{n-i}$$

dove  $W$  è il valore di stima ottenuto (valore di impresa),  $R$  è il reddito medio normale atteso nel periodo di previsione e  $a_{n-i}$  il fattore di attualizzazione per  $n$  anni al tasso  $i$ .

(ii) **metodi reddituali complessi** (o analitici), che comportano una previsione analitica dei risultati economici attesi, dunque non costante, durante l'arco temporale di previsione. La formula che esprime tale metodo è la seguente

$$W = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

dove  $W$  = valore dell'impresa,  $T$  è la durata del periodo di previsione,  $R_t$  il reddito atteso in ciascun periodo di previsione  $t$ ,  $i$  il tasso di attualizzazione dei redditi attesi.

## **I metodi finanziari o discounted cash flow (DCF)**

Secondo la logica del DCF, il valore di un'impresa è rappresentato dal valore attuale dei flussi che essa sarà in grado di generare nel corso degli esercizi futuri. La formula che esprime tale logica è la seguente:

$$W = \frac{\sum_{t=1}^n F_t}{(1+k)^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(1+k)^t \frac{k-g}{k-g}}$$

Dove:

W = valore dell'impresa al tempo T<sub>0</sub>;

F<sub>t</sub> = Flussi di cassa attesi degli n anni considerati nelle proiezioni;

k = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi normalmente pari al costo medio ponderato del capitale (c.d. Wacc);

t = periodo considerato di previsione nel piano industriale;

FCF<sub>t+1</sub> = flusso di cassa disponibile dopo il periodo di previsione, che viene impiegato per determinare il c.d. terminal value;

g = saggio di crescita dell'impresa dopo il periodo di previsione che si presuppone costante e perpetuo.

Il ricorso al DCF ai fini della misurazione del valore di un'impresa è comunemente giustificato in letteratura in base alla circostanza che lo stesso consentirebbe di rendere irrilevante l'effetto dei costi stimati e congetturati (tipicamente gli ammortamenti, talune poste rettificative e gli accantonamenti per rischi futuri), che risultano di difficile verificabilità.

Le modalità di determinazione del flusso finanziario disponibile muovono infatti dal reddito operativo generato dall'impresa, a cui si aggiungono gli ammortamenti, le variazioni di capitale circolante e gli esborsi netti per gli investimenti fissi.

La determinazione dei flussi di cassa da prendere in considerazione rappresenta tuttavia solo il primo passo da compiere per giungere ad un'attendibile valutazione dell'impresa. Altre considerazioni devono infatti essere svolte in ordine alla determinazione del tasso di attualizzazione, del tasso di crescita dell'impresa (g) e della determinazione e del peso da attribuire al c.d. terminal value.

La valutazione del rischio d'impresa non potrà che trovare un'adeguata rappresentazione in quel tasso di attualizzazione capace di esprimere in modo razionale ed oggettivo le aspettative di tutti i portatori di interesse e che, secondo la teoria finanziaria, corrisponde al costo medio ponderato del capitale nella sua articolazione temporale.

Il saggio di crescita dell'impresa (g) rappresenta poi un momento significativo in qualsiasi processo di valutazione, poiché il valore dell'impresa oggetto di valutazione non può prescindere da una serie di analisi volte a controllare la compatibilità della crescita dell'impresa

stessa nel lungo termine con il tasso di sviluppo del settore/mercato in cui opera, e dell'economia in generale.

Infine, il terminal value o valore finale, rappresenta quel valore che tiene conto, in modo sintetico, dei flussi di cassa che dovrebbe generare l'impresa dopo il periodo di previsione analitica, allorché l'impresa stessa dovrebbe trovarsi ad operare in una situazione di crescita ormai stabile, che si assume perdurare in termini di perpetuità.

In considerazione della molteplicità di informazioni e di elementi che devono necessariamente trovare quantificazione per applicare la suindicata formula, la stessa - ove inserita in un ampio quadro di informazioni e di conoscenze circa la struttura organizzativa e il piano strategico industriale e finanziario - sarebbe secondo la dottrina dominante particolarmente efficace ai fini di un'attendibile stima del valore economico di un'impresa.

### **I metodi misti**

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali, sia il valore del patrimonio netto rettificato.

La loro caratteristica essenziale è infatti la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza per questo trascurare le attese reddituali che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

La metodologia più comune nell'ambito dei metodi reddituali è quella della c.d. «stima autonoma dell'avviamento» che si basa sulla nota formula:

$$W = K + a_n i^n (R' - i' K)$$

Ove:

W = valore aziendale

K = patrimonio netto come da metodo patrimoniale semplice

R' = reddito netto medio prospettico

i' = tasso di rendimento normale di settore

n = numero anni di attualizzazione della rendita

i'' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

## **I metodi c.d. «relativi» o di mercato**

Nella letteratura aziendalistica italiana vengono definiti «relativi» quei metodi che non mirano ad individuare un valore del capitale economico dell'impresa sulla scorta dell'elaborazione delle informazioni raccolte nella fase della c.d. analisi fondamentale, ma tendono ad esprimere un valore - appunto- relativo e quindi un «prezzo probabile», non una valutazione assoluta.

Un tipico approccio, indicato generalmente come metodo "relativo", è la valutazione in base ai prezzi di mercato di business confrontabili, generalmente approssimata attraverso i metodi dei c.d. multipli.

Tali metodi assumerebbero, secondo la teoria accademica italiana, ruoli di confronto, controllo e conferma delle valutazioni assolute.

La prassi valutativa internazionale pone invece sullo stesso piano l'approccio di mercato e l'approccio basato sui flussi. I recenti PIV, analogamente, individuano più metodologie di stima ammissibili senza dettare una rigorosa gerarchia. Tanto basta a dimostrare che i metodi tradizionalmente considerati come «relativi» o «empirici» hanno in realtà piena ed autonoma dignità scientifica.

In particolare, il metodo dei multipli mira alla identificazione della relazione (il multiplo) che lega il valore di mercato di un campione di aziende (che possono essere aziende private recentemente compravendute oppure società quotate in un mercato regolamentato) dotate di sufficiente comparabilità e omogeneità con l'azienda oggetto di valutazione (in base alla dimensione, al settore di appartenenza, all'area geografica di operatività, alla clientela ed al rischio finanziario) a variabili economiche aziendali (ad esempio utili, cash flow, ricavi, EBIT, EBITDA, ecc.), per poi applicare il multiplo così determinato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione, in modo da giungere al presumibile valore di mercato della stessa.

L'utilizzo del metodo dei multipli presenta peraltro dei limiti essenzialmente legati al processo di formazione del prezzo.

Nelle transazioni di mercato aventi ad oggetto singole società, non sempre è possibile osservare con completezza di informazioni i prezzi formati nelle singole operazioni né tantomeno la loro relazione con le variabili aziendali ed extra aziendali che hanno costituito l'input nella determinazione di tale prezzo. Per le quotazioni di borsa, poi, bisogna ricordare che i mercati finanziari sono ben lungi dall'essere perfettamente efficienti, così che il prezzo risente di numerosi fattori (politici, economici, ecc) che spesso poco hanno a che vedere con

il valore delle imprese quotate (e non vanno inoltre trascurate le possibili azioni di sostegno al titolo da parte della società emittente o da intermediari vicini al gruppo).

I metodi c.d. "relativi", pertanto, nelle relazioni di stima sono tradizionalmente utilizzati come metodi di controllo della attendibilità del risultato cui si è pervenuti con l'applicazione di altri metodi, e sempreché sia possibile individuare uno o più «comparables». Nondimeno si tratta di tecniche valutative comunemente impiegate nella pratica e ampiamente riconosciute anche in letteratura.

Due sono le principali famiglie di metodi fondati su multipli.

#### Il metodo dei multipli di borsa

Detto anche approccio delle società comparabili: si stima il valore di un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un insieme di società quotate operanti nel medesimo settore e ritenute il più possibile omogenee a quella da stimare (comparabili, per l'appunto). Tale metodo, cui dottrina e prassi attribuiscono crescente importanza, si fonda, essenzialmente, sul presupposto che il valore dell'impresa si modifica in funzione delle oscillazioni che caratterizzano una determinata variabile economica scelta come parametro di performance.

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa determina il valore dell'azienda sulla base di prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili.

Il metodo consiste nell'individuare multipli di riferimento ottenuti rapportando effettivi prezzi di quotazione dei titoli di società comparabili con variabili economico aziendali (fatturato, margine operativo lordo, risultato operativo, utili, ecc).

#### Il metodo dei multipli da transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili segue la stessa logica di quello dei multipli di società comparabili quotate. L'unica differenza consiste nella modalità con la quale viene desunto il multiplo da applicare alla grandezza rilevante della società oggetto di analisi. Nel caso di multipli di transazioni comparabili infatti il valutatore ricerca informazioni sui prezzi pagati in passato per l'acquisizione di aziende comparabili a quella oggetto di stima.

Questo secondo approccio appare estremamente efficace in fase valutativa nella misura in cui sia riscontrabile una certa omogeneità di comportamenti tra gli operatori di mercato, perché in tali casi tende a fornire indicazioni molto attendibili in merito al livello dei "probabili prezzi di mercato" per l'azienda oggetto di analisi. Per contro la metodologia presenta particolari criticità nella misura in cui, ove non sia osservabile un numero sufficiente di transazioni o

queste non siano tra loro sufficientemente omogenee, il prezzo di cessione dell'azienda o della società assunte come *comparable* può essere stato condizionato da fattori relativi alla specifica transazione come ad esempio:

- le caratteristiche dell'acquirente (e l'esistenza di un interesse strategico per l'acquisizione);
- la percentuale di capitale acquisita;
- le modalità di pagamento (in contanti o meno);
- le clausole contrattuali connesse all'operazione (ad esempio le garanzie concesse dal venditore);
- la presenza di meccanismi di aggiustamento prezzo (price adjustment) eventualmente funzione dei risultati futuri (earn out);
- la competizione sopportata dall'acquirente in fase di negoziazione.

In sostanza l'analisi multipli da transazioni comparabili richiede un attento lavoro di interpretazione di informazioni accessorie disponibili (non necessariamente di tipo quantitativo) relative alla transazione, che possono influenzare sensibilmente il prezzo negoziato tra le parti e di conseguenza il valore dei multipli stessi.

## § 6. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

### Considerazioni preliminari

Il contratto d'affitto d'azienda citato al § 1 contiene al punto 2.1.3 un'esplicita pattuizione fra le parti per l'acquisto dell'azienda al corrispettivo di Euro 6.000.000,00 oltre alle imposte di legge.

Il contratto precisa inoltre che il corrispettivo “*è stato calcolato, come da prassi valutativa generalmente accettata, sulla base dei dati forniti dal Locatore e assumendo che l'Azienda sia idonea allo svolgimento dell'attività a cui è dedicata alla data di sottoscrizione del presente contratto, idoneità da intendersi riconosciuta ove l'Affittuario nulla rilevi entro 2 (due) mesi dalla conclusione del presente Contratto*”. Il sottoscritto non ha notizia di rilievi in tal senso da parte dell'Affittuario, dovendosi pertanto ritenere che l'azienda sia idonea allo svolgimento dell'attività.

Verificato tale aspetto, il sottoscritto si è domandato se la conoscenza *ex ante* del corrispettivo pattuito fra le parti per la cessione dell'azienda, corrispettivo che deve ritenersi formato per libera volontà negoziale e a seguito di una dichiarata attività valutativa secondo prassi, potesse

in qualche modo condizionare l'attività peritale del medesimo, conducendo la medesima a ottenere un valore di stima che approssimasse il corrispettivo negoziale.

Si tratta, invero, di aspetto di non semplice soluzione, dovendosi dimostrare una indipendenza di giudizio del sottoscritto non agevolmente dimostrabile; e potrà ben comprendersi l'eventuale riserva mentale da parte di chi leggerà il presente lavoro qualora ritenesse che, in effetti, l'attività valutativa è stata condizionata dalla conoscenza di tale informazione.

Ciò che il sottoscritto può assicurare e che la propria attività è stata svolta avendo ben presente il quadro teorico che sottende la procedura di valutazione e cercando di individuare ed evidenziare tutti gli elementi e il percorso logico che porta ai risultati che si esporranno nel prosieguo.

Del resto, con una lettura al contrario del problema, la presente relazione può essere acquisita quale ausilio per verificare se la formazione del corrispettivo negoziale possa collocarsi in un ragionevole range valutativo sulla base dei criteri teorici e di prassi generalmente accettata.

#### Il metodo (i metodi) prescelti

In assenza di un metodo di valutazione che possa essere, in via astratta, considerato il "metodo ottimo", la scelta della tecnica da utilizzare ai fini della stima del valore dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili e, infine, dalle caratteristiche dell'azienda.

L'esperto è tenuto ad esplicitare criteri prescelti e ad offrirne una convincente motivazione.

Lo scrivente ha ritenuto di fondare la propria valutazione sull'impiego del metodo reddituale e del metodo misto (*“metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito”*) come metodi principali, e del metodo di mercato basato sui multipli, come metodo di controllo.

L'applicazione del metodo reddituale, invero, presupporrebbe il possesso di proiezioni reddituali elaborate dall'impresa, situazione non sussistente nella fattispecie in esame.

Le informazioni economiche disponibili, come già si è avuto modo di evidenziare, sono quelle di natura “storica” fornite dalla società Procond Elettronica S.r.l. relative agli ultimi esercizi fino al 30.09.2016, data che sostanzialmente coincide con quella di trasferimento del compendio aziendale in favore di NPE in forza del contratto d'affitto d'azienda. Tali informazioni economiche, seppur dettagliate e completate dalle rendicontazioni periodiche elaborate dalla funzione di controllo di gestione di gruppo, non possono essere, come pare ovvio affermare, assunte come garanzia o anche solo parametro di ripetizione nel futuro.

Al contempo si è ritenuto di non richiedere all'attuale affittuario di mettere a disposizione dello stimatore gli eventuali elaborati di budget o di piani prospettici reddituali e finanziari; ciò sia in quanto sarebbero state verosimilmente (e ragionevolmente) opposte ragioni di riservatezza in ordine ai piani strategici aziendali, sia perché, comunque, non sarebbe stato possibile svolgere adeguate verifiche in ordine alla attendibilità e veridicità di tali eventuali piani prospettici, sia infine perché il lasso temporale così breve intercorso fra il trasferimento gestionale in capo all'affittuaria e la data di redazione della presente non consentono di immaginare uno sviluppo dei dati economici e reddituali di molto diverso da quelli conseguiti dalla società Procond Elettronica S.r.l.

Il sottoscritto ha dunque proceduto, sulla scorta dei dati economici storici messi a disposizione di Procond, a determinare un reddito medio normalizzato da utilizzare nel procedimento di stima reddituale; tale approccio non pare in conflitto con i PIV che al paragrafo III.1.27 non escludono che l'esperto si impegni direttamente nella previsione dei possibili flussi di risultati sulla base degli elementi informativi disponibili, a condizione che sia indicata con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisando le ipotesi assunte e gli elementi a sostegno delle stesse.

L'assenza di elementi prospettici reddituali e finanziari non consente, anche in questo caso per ovvio corollario a quanto poc'anzi commentato, l'adozione di criteri di valutazione di natura finanziaria come il già descritto DCF.

Quanto al criterio misto della capitalizzazione limitata del sovrareddito, il sottoscritto si è avvalso ai fini della stima dei valori espressi dal perito Prof. Marco David in ordine al capitale tecnico materiale e immateriale dell'azienda, assumendo questo – in assenza di altri elementi patrimoniali – quale valore patrimoniale dell'azienda medesima.

## **§ 7. APPLICAZIONE DEL METODO (DEI METODI) PRESCELTI**

### **Criterio reddituale**

Richiamando quanto espresso nei paragrafi precedenti in merito all'assenza di una pianificazione prospettica e all'utilizzo da parte del sottoscritto di un dato reddituale "normalizzato" determinato sulla scorta degli elementi storici, è possibile impiegare nel procedimento di stima di natura reddituale due diversi approcci:

- a) il metodo c.d. sintetico o ad uno stadio, nella duplice versione della capitalizzazione illimitata e di quella con capitalizzazione per un periodo determinato;

b) il metodo a due stadi, con la previsione di un “terminal value” (TV).

La stima è stata fatta sulla base di una valutazione asset-side avente ad oggetto l'azienda, assumendo che la struttura finanziaria sia irrilevante in ragione del contesto concorsuale in cui avviene la cessione.

Le variabili assunte per la stima sono dunque:

- il reddito atteso;
- l'intervallo temporale di riferimento;
- il tasso di capitalizzazione.

#### Il reddito atteso

Ai fini della determinazione del reddito medio atteso si è partiti dai dati storici economici del periodo 2013 – 2016, come già anzi illustrati e commentati, procedendo ad alcune normalizzazioni:

<b>VOCI NORMALIZZATE</b>	<b>MOTIVAZIONI</b>
Costo della materia prima	Il costo della materia prima è stato determinato, al pari delle altre voci che compongono il conto economico con cui si è determinato il reddito medio atteso, sulla base di una percentuale di incidenza sul valore della produzione. Data la variabilità negli anni oggetto di osservazione (2013-2014-2015-2016) in cui l'incidenza della materia prima è progressivamente cresciuta per le ragioni descritte, si è assunta una percentuale del 60% ipotizzando un naturale processo di progressivo aggiustamento verso condizioni di normale economicità; si ritiene, in sostanza, che attraverso l'efficiente gestione aziendale possa giungersi sia a un miglioramento del mix di prodotto, sia ad una parziale traslazione su prezzi di vendita del maggior costo delle materie prime derivante dall'effetto valutario, con l'effetto complessivo di un'incidenza del costo di queste sul valore della produzione che progressivamente si avvicini alle percentuali storiche dei periodi maggiormente redditivi.
Ammortamenti	Si sono considerati ammortamenti annuali in misura del 10% dei valori dei cespiti materiali e del 20% di quelli immateriali indicati dal Prof. David. Non si è considerato l'ammortamento sul valore di avviamento (pari alla differenza fra la valutazione di cui alla presente relazione e il valore peritale dei beni materiali e immateriali) nell'ipotesi di invarianza negli anni dell'impairment test.
Oneri locativi	Ai fini della normalizzazione si è considerato un onere locativo per la sede dello stabilimento aziendale in misura di

	Euro 170.000,00 come da pattuizione in essere (punto 2.1.2 del contratto d'affitto d'azienda) <sup>1</sup> .
Oneri straordinari	Non sono considerati ai fini della determinazione del reddito normale.
Oneri finanziari	Non considerati, ritenendo irrilevante la struttura finanziaria e trattandosi di valutazione asset-side
Imposte	Calcolate sulla base delle aliquote attualmente in vigore (anno 2017) pari al 24% per l'IRES e al 3,9% per l'IRAP e considerando integralmente deducibili i costi del personale dalla base imponibile IRAP.

In base a quanto sopra e sulla scorta dei dati storici dal 2013 al 2016 (questi ultimi rapportati ai 12 mesi), di cui si è assunta la media, il reddito medio atteso normalizzato è stato determinato come segue (dati in milioni di Euro):

<b>PROFIT &amp; LOSS (€ Mln)</b>	<b>Media normalizzata</b>	
Sales revenues	<b>46,43</b>	
<b>TOTAL Revenues</b>	<b>46,43</b>	
Material Cost	- 27,86	-60,0%
Production Services	- 3,59	-7,7%
<i>Picking &amp; movement</i>	- 0,02	0,0%
<i>Temporary Workers</i>	- 0,33	-0,7%
<i>In&amp;out bound transports</i>	- 1,18	-2,5%
<i>External production including Fitelec Tunisie</i>	- 2,06	-4,4%
Direct Workers	- 6,25	-13,5%
<b>TOTAL Production cost</b>	<b>- 37,70</b>	
<b>GROSS MARGIN</b>	<b>8,73</b>	
Indirect production and structural personnel	- 4,87	-10,5%
General Services	- 2,33	-5,0%
Rent	- 0,12	-0,3%
Other operating costs	- 0,26	-0,6%
<b>TOTAL Base Costs</b>	<b>- 7,59</b>	<b>-16,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,15</b>	<b>2,5%</b>
Venue rent	- 0,17	-0,4%
Depreciation of tangible assets	- 0,18	-0,4%
Depreciation of intangible assets	- 0,09	-0,2%
<b>EBIT</b>	<b>0,71</b>	<b>1,5%</b>
Taxes	- 0,20	-0,4%
<b>Net profit</b>	<b>0,51</b>	<b>1,1%</b>

Il reddito medio normalizzato pari a Euro 510.000,00 sarà dunque assunto quale parametro ai fini della valutazione reddituale.

#### L'orizzonte temporale di riferimento

È comune in letteratura l'affermazione per cui è preferibile, nella valutazione delle aziende di cui non si prevede la cessazione delle attività, un orizzonte temporale indeterminato o, comunque, assai ampio.

<sup>1</sup> Si evidenzia che il perito immobiliare della procedura di concordato, Arch. Mario Chiavelli, ha indicato un ipotetico valore locativo superiore a quello pattuito nel contratto d'affitto d'azienda.

Nel caso di specie sono state assunte diverse ipotesi nei diversi scenari valutativi e precisamente:

- per il metodo sintetico (o “ a uno stadio”) sono state formulate due ipotesi, una a capitalizzazione illimitata e una con un orizzonte di 10 anni: il criterio a capitalizzazione illimitata si basa sul presupposto che sia indefinito l’orizzonte temporale nel quale l’azienda oggetto di valutazione sarà in grado di generare un certo livello di reddito; nell’assunzione con orizzonte a 10 anni si è considerato che tale arco temporale sia quello oltre il quale non è ragionevole spingere le ipotesi formulate sulla misura del reddito atteso;
- per il metodo a due stadi (o metodo reddituale complesso) si è assunto un orizzonte temporale di previsione di 10 anni ai fini dell’attualizzazione del reddito atteso e si è impiegato il dato del reddito medio prospettico per il calcolo del terminal value (TV) all’anno successivo al quinto.

#### Il tasso di attualizzazione

Per la scelta del tasso si può far riferimento al criterio del costo del capitale, a sua volta individuabile o come costo del capitale proprio, o come costo medio ponderato del capitale (WACC).

Per la determinazione del costo del capitale proprio ( $r_e$ ) è prevalente l’impiego del metodo CAPM (che determina un tasso espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare) secondo la formula

$$r_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

In tale formula,  $r_e$  rappresenta costo del capitale proprio che verrà assunto quale tasso di attualizzazione,  $R_f$  il tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo o quasi nullo,  $(R_m - R_f)$  il premio per il rischio di mercato e  $\beta$  il coefficiente di volatilità che misura la relazione strutturale tra il rendimento del settore e quello generale di mercato (“rischio specifico dell’impresa”).

Nel caso di specie si è assunto come saggio di rendimento degli investimenti privi di rischio la misura dello 2,26% (rendimento lordo dei BTP a 10 anni), il premio per il rischio di mercato è stato assunto pari al 7,95% (dato tratto dal sito del Prof. Damodaran<sup>2</sup>), il coefficiente beta è stato anch’esso rilevato dal sito del Prof. Damodaran nella misura di 0,84 nella configurazione unlevered per il settore elettronica.

---

<sup>2</sup> Liberamente consultabile all’URL <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Il valore di  $r_e$  risulta allora pari a:

Tasso di remunerazione privo di rischio ( $R_f$ )	2,26%
Premio di rischio per il mercato	7,95%
Coefficiente $\beta$ unlevered	0,84
<b>Tasso di attualizzazione <math>r_e</math></b>	<b>8,94%</b>

### Risultati ottenuti

Applicando i valori ottenuti nelle due ipotesi di (i) capitalizzazione illimitata e (ii) capitalizzazione limitata a 10 anni sono i seguenti:

	<b>Cap. illimitata</b>	<b>Cap. a n anni</b>
Reddito medio atteso (PAT)	510.000	510.000
Tasso di remunerazione privo di rischio ( $R_f$ )	2,26%	2,26%
Premio di rischio per il mercato	7,95%	7,95%
Coefficiente $\beta$ unlevered	0,84	0,84
Tasso di attualizzazione	8,94%	8,94%
Durata	Illimitata	10
<b>VALORE ATTUALE AZIENDALE</b>	<b>5.705.974</b>	<b>3.281.956</b>

La evidente differenza fra i due risultati dipende, come è agevolmente comprensibile, dal diverso orizzonte temporale di riferimento, con l'ipotesi a capitalizzazione limitata che produce inevitabilmente un valore ben superiore a quello dell'ipotesi temporalmente limitata.

Con l'applicazione del metodo reddituale complesso (o "a due stadi") si introduce nel modello valutativo il valore terminale dell'impresa, ovvero il valore attuale della stessa al momento dell'ultimo periodo di previsione.

Tale valore attuale deve essere a sua volta attualizzato alla data attuale di riferimento della valutazione; il valore aziendale si determina pertanto come sommatoria del risultato di due stadi, il primo derivante dall'attualizzazione dei flussi reddituali attesi nel periodo temporale ipotizzato, il secondo quale valore attuale del *terminal value* alla fine di tale periodo temporale.

L'applicazione nel concreto di tale criterio nel caso in esame, invero, sconta ancor di più la mancanza di dati prospettici, posto che al sottoscritto non è rimasta come opzione che quella di determinare il *terminal value* come valore attuale del medesimo reddito medio utilizzato per l'attualizzazione dei flussi del primo stadio. Non solo; al sottoscritto non si è presentata scelta diversa da quella di procedere all'attualizzazione dei flussi sul base del costo del capitale  $r_e$  determinato come anzi descritto e di determinare il TV con la formula della capitalizzazione illimitata e con l'applicazione del medesimo tasso  $r_e$ .

La conseguenza logica, anche sotto il profilo matematico finanziario, è che l'applicazione della formula del modello complesso conduce a risultati del tutto identici a quelli visti con il metodo semplice con capitalizzazione illimitata:

Reddittuale complesso	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2024
Redditi normalizzati	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000	510.000
Redditi attualizzati	468.156	429.746	394.486	362.120	332.409	305.136	280.101	257.119	236.024	216.659	
Sommatoria redditi attualizzati	<b>3.281.956</b>										
Terminal value	2.424.018										5.705.974
Valore azienda	5.705.974										

## Il metodo misto

Tale metodo di valutazione è volto a determinare il valore aziendale come sommatoria fra il patrimonio aziendale (K) e il valore attuale del cosiddetto sovrareddito, vale a dire la capacità dell'impresa di produrre un reddito superiore al rendimento normale del patrimonio K, il tutto secondo la formula:

$$W = K + a_{ni} (R' - i'K)$$

ove:

W = valore aziendale

K = patrimonio netto

R' = reddito netto medio prospettico

i' = tasso di rendimento normale di settore

n = numero anni di attualizzazione della rendita

i'' = tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Nell'applicazione del modello si è assunto quale valore K quello degli elementi patrimoniali attivi, materiali e immateriali, risultanti dalla stima del Prof. Marco David:

Beni materiali	1.800.000
Beni immateriali	465.900
<b>TOTALE K</b>	<b>2.265.900</b>

Più precisamente, il valore dei beni materiali è quello indicato nella relazione di stima del predetto esperto mentre quello dei beni immateriali risulta da un elaborato del medesimo esperto, con elencazione analitica dei beni immateriali aziendali, consegnato al sottoscritto.

Per l'individuazione del tasso i' (rendimento normale di settore) si è assunto il dato dell'8,84% individuato avvalendosi dei dati del già citato sito del Prof. Damodaran. Il tasso i'' è stato invece assunto nella misura del tasso per investimenti risk-free del 2,26% come anzi illustrato. L'orizzonte temporale è stato fissato in 10 anni.

L'applicazione della formula con l'utilizzo dei predetti dati e parametri fornisce un valore attuale del sovrareddito di Euro 2.744.391 da cui, aggiungendo il valore K, si ottiene un valore aziendale **W = 5.010.291**.

### **I metodi di controllo (metodo dei multipli)**

Rinviando a quanto sopra in merito alle modalità di valutazione con il metodo dei multipli, l'applicazione in concreto dello stesso si è indirizzata sull'utilizzo dei due multipli più comuni, precisamente i rapporti EV/EBITDA ed EV/EBIT, utilizzando anche in questo caso i dati pubblicati sul sito del prof. Damodaran e riferiti alla data del 05.01.2017.

I multipli selezionati sono quelli relativi al settore "Electronics (General)", che nel predetto database risulta composto da 149 aziende, e presentano i seguenti valori:

$$\begin{aligned} \text{EV/EBITDA} &= 11,51 \\ \text{EV/EBIT} &= 15,85 \end{aligned}$$

I predetti valori sono calcolati su bilanci di società quotate e rilevati in un contesto internazionale e di normale continuità aziendale.

E' peraltro noto, e ciò trova conferma nell'esperienza pratica del sottoscritto, nella prassi cui ha assistito e anche in alcuni lavori analoghi al presente che ha avuto modo di esaminare, come non sia possibile adottare, senza adattamenti, i valori calcolati in uno scenario, un mercato e un contesto sostanzialmente diversi da quelli che riguardano l'azienda oggetto della presente stima.

L'esperienza di prassi porta pertanto a suggerire una rettifica dei predetti parametri in misura del 50% per cui nell'elaborazione che segue si utilizzeranno i seguenti multipli:

$$\begin{aligned} \text{EV/EBITDA} &= 5,75 \\ \text{EV/EBIT} &= 7,92 \end{aligned}$$

I risultati dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato risulta dal prospetto di seguito riportato in cui i dati di EBITDA e di EBIT sono quelli del conto economico in precedenza illustrato ai fini della determinazione del reddito normale atteso:

	<b>Parametro</b>	<b>Multiplo</b>	<b>EV</b>
EBITDA normalizzato	1.147.000	5,755	6.600.985
EBIT normalizzato	707.000	7,925	5.602.975

Come può notarsi, l'adozione del multiplo EV/EBIT porta a risultati non troppo distanti da quelli ottenuti con il metodo reddituale sintetico a capitalizzazione illimitata.

Al contempo, il multiplo EV/EBITDA porta ad un risultato che, benché superiore a quello ottenuto con gli altri metodi illustrati nella presente relazione, può dirsi rientrare nel campo di

valori razionalmente accettabili e, per inciso, non troppo distante dal valore sul quale si è attualmente attestata la negoziazione fra le parti Procond Elettronica e NPE in merito alla cessione dell'azienda.

\*\*\*\*

## § 8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

I risultati ottenuti con le diverse metodologie di stima sono, come si è visto, differenti fra di loro e spaziano in un range che va da un minimo di Euro 3.281.956 a un massimo di Euro 6.600.985 e che ad avviso del sottoscritto individuano comunque un intervallo attendibile del valore di stima.

Metodo reddituale a capitalizzazione limitata	3.281.956
Metodo capitalizzazione limitata sovrareddito	5.010.291
EV/EBIT	5.602.975
Metodo reddituale a capitalizzazione illimitata	5.705.974
EV/EBITDA	6.600.985

In particolare, si osserva la prevalenza dei valori che si collocano nell'intorno del valore negoziale di Euro 6.000.000 e la media dei quali fornisce un importo che sostanzialmente coincide con quest'ultimo:

EV/EBIT	5.602.975
Metodo reddituale a capitalizzazione illimitata	5.705.974
EV/EBITDA	6.600.985
<b>Media</b>	<b>5.969.978</b>

Il sottoscritto conclude pertanto affermando che il più probabile valore di stima del compendio aziendale di Procond Elettronica S.r.l. così come descritto nella presente relazione e come risultante dagli altri elaborati peritali a disposizione degli organi della procedura di concordato preventivo, con espressa esclusione dell'immobile sede dell'attività sito in Longarone (BL), si colloca in un intervallo fra circa Euro 5,6 milioni e circa Euro 6,6 milioni e con un valore medio individuabile in circa Euro 6,0 milioni.

Il sottoscritto si riserva di modificare la propria valutazione nel caso emergessero elementi di valutazione ad oggi non conosciuti o diversi rispetto alle informazioni e ai documenti ad oggi messi a disposizione.

In fede.

Bologna, 9 maggio 2017

Dott. Gian Luca Mattioli

