



Consonni International Contract s.r.l. in c.p.

**Relazione di stima del valore economico
del ramo d'azienda per la produzione e il
commercio di arredamenti chiavi in mano
per alberghi "Ramo Contract" alla data del
30.04.2017 e parere di congruità**

Dott. Alberto Corti



SOMMARIO

1. PARTE INTRODUTTIVA _____

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL’INCARICO E ALLA RELAZIONE

1.1.1 *Descrizione dell’incarico e natura della stima.*.....

1.1.2 *Presupposto della valutazione*.....

1.1.3 *Data di riferimento della valutazione*

1.1.4 *Finalità della valutazione*.....

2. LA BASE INFORMATIVA _____

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA..

2.1.1 *Dati*.....

3. L’ANALISI FONDAMENTALE _____

3.1 IL RAMO D’AZIENDA DA VALUTARE.....

3.1.1 *Cenni storici*.....

3.1.2 *Le aree di Business*.....

3.2 IL PERIMETRO DEL RAMO D’AZIENDA.....

4. L’APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU’ APPROPRIATI.....

4.1.1 *Analisi delle metodiche disponibili*.....

4.1.2 *Individuazione dei metodi di valutazione più appropriati*.....

4.1.3 *Coerenza della scelta effettuata*.....

4.2 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA.....

4.2.1 *Il metodo patrimoniale: profili teorici*.....

4.2.2 *Ricostruzione del valore dell’azienda espresso a valori correnti*.....

4.2.3 *Calcolo dei Risultati con il metodo patrimoniale*.....

5. SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

ALLEGATI _____

1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL’INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1 *Descrizione dell’incarico e natura della stima*

Il sottoscritto Alberto Corti con studio in Como, via Volta n. 24, cod. fisc.CRTLRT67E13C933Q, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Como al n. 350A e nel Registro dei Revisori Legali al n. 16231 con decreto Ministeriale del 12/4/1995 pubblicato sulla G.U. n. 31 bis, 4^ serie speciale del 21/4/1995, incaricato da “Consonni International Contract S.r.l. in concordato preventivo”, con sede in Cantù (CO), via Rienti n. 27, c.f. 03296890134, nella persona del Liquidatore Giudiziale, dott. Massimo Premoli, di redigere una relazione sul valore del ramo d'azienda per la produzione e il commercio di arredamenti chiavi in mano per alberghi attualmente condotto in affitto [REDACTED].

1.1.2 *Presupposto della valutazione*

La valutazione dell'azienda è avvenuta nella prospettiva della sua continuità aziendale. Si precisa che non è compito dell'esperto, se non previsto da norme o principi contabili, circostanza non riguardante il presente incarico, appurare l'esistenza e l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto.

La mancanza di riferimenti a eventuali incertezze sulla continuità aziendale non può essere intesa come una garanzia sulle capacità dell'azienda di continuare ad operare come una entità in funzionamento.

1.1.3 *Data di riferimento della valutazione*

La data di riferimento della valutazione è il 30 aprile 2017.

1.1.4 *Finalità della valutazione*

La società “Consonni International Contract S.r.l. in concordato preventivo ha ricevuto una proposta vincolante per l'acquisto del ramo d'azienda per la produzione e il commercio di arredamenti chiavi in mano per alberghi, attualmente condotto in affitto [REDACTED], al prezzo di Euro 250.000,00 (Euro duecentocinquantamila/00).

Il liquidatore Giudiziale della società venditrice mi ha chiesto di redigere un parere sulla congruità del prezzo offerto da intendersi come prezzo base fissato nell'ambito di una procedura competitiva per la vendita del predetto ramo d'azienda.

La finalità della valutazione è pertanto quella di esprimere un parere di congruità del prezzo base fissato dalla società venditrice nell'ambito di detta procedura competitiva.

1.2 LIMITAZIONI ALLA BASE INFORMATIVA

Non essendo stato specificamente previsto dal mandato, che non sono state effettuate attività di due diligence né di audit sui dati contabili ricevuti dalla società affittuaria, i cui bilanci non sono oggetto di certificazione da parte di apposite società di revisione. Si rileva, inoltre, che la società affittuaria non è dotata di organi di controllo quali il Collegio Sindacale e/o Revisore legale.

Tutti i documenti e le informazioni utilizzati per lo svolgimento dell'incarico, salvo quanto diversamente specificato, sono stati forniti dalla direzione e/o dall'amministrazione della società.

L'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche contabili integrative sui documenti messi a disposizione e lo svolgimento dell'attività di revisione sulla documentazione ricevuta di natura contabile e non contabile; pertanto, la suddetta documentazione è assunta come corretta, completa e rispondente alla realtà, nonché coerente con la finalità dell'incarico che mi è stato conferito. Non sono state effettuate indagini su licenze, concessioni e permessi, nella convinzione della regolarità dell'attività svolta.

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento a dati ed informazioni provenienti da diverse tipologie di analisi condotte dal sottoscritto:

- ✓ analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- ✓ analisi dei mercati finanziari, con riferimento a banche dati per i multipli di settore;
- ✓ analisi di informazioni patrimoniali, riferite agli asset materiali e immateriali;

2.1.1 Dati

A seguito di specifica richiesta del sottoscritto la società ha fornito la seguente documentazione di supporto:

- bilancio di verifica al 31.12.2016 della società affittuaria;
- situazione contabile al 30.04.2017 della società affittuaria;
- contratto di affitto di azienda 25.10.2016;
- contratto di appalto in essere con il cliente;
- situazione relativa allo stato avanzamento lavori al 30.4.2017;
- proiezione ricavi a conclusione commessa;
- copia del contratto di locazione dell'immobile;
- precedente perizia di valutazione della società.

4

Il sottoscritto ha effettuato nr. 2 incontri con il management aziendale, oltre a diverse comunicazioni via mail per la raccolta delle suddette informazioni.

E' stato effettuato un sopralluogo presso i locali aziendali per la stima degli asset materiali in data 13 luglio 2017.

In merito all'analisi dei mercati finanziari, e in particolare per il calcolo di Beta e dell'equity risk premium, è stato fatto riferimento alla banca dati specializzata “Damodaran”¹.

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 IL RAMO D'AZIENDA DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici

¹ Banca dati pubblica relativa ad informazioni finanziarie consultabile alla pagina <http://www.damodaran.com>.

Consonni International Contract srl in c.p. – Stima del valore del “Ramo Contract”

Sino al mese di febbraio 2016, l'attività aziendale oggetto della presente valutazione era esercitata da Consonni International Contract Srl, costituita con atto a rogito del Dott. Massimo Caspani, Notaio in Como, del 23/11/2010, [redacted] mediante conferimento da parte della C.T.C. Consonni Contract Srl ([redacted]) del ramo d'azienda di cui prevalente era l'attività di contract alberghiero e da parte della Consonni International Srl (ora in liquidazione) del ramo d'azienda di cui prevalente era l'attività di contract nautico.

La Società svolgeva attività di produzione di mobili ed articoli per l'arredamento per interni ed esterni, la realizzazione e la fornitura di arredi completi "chiavi in mano" e contract di qualsiasi tipologia o settore, la progettazione, l'ingegnerizzazione, il project management e l'esecuzione di arredi, impianti ed opere civili, nonché qualunque operazione strumentale al conseguimento dell'oggetto stesso.

Con atto del 16/12/2014 a rogito Dott. Massimo Caspani, Notaio in Como, [redacted] si è proceduto con la fusione per incorporazione della Società Erre Studio Contract Srl, la cui attività principale era rappresentata dal contract residenziale.

Le attività svolte dalla Consonni International Contract Srl consistevano, quindi, in contract alberghiero, residenziale e nautico e ciascuno dei suddetti tipi di fornitura era qualificabile come distinto ramo d'azienda.

In data 8 ottobre 2015, il Consiglio di Amministrazione della Società, nominato con la delibera assembleare del 29 giugno 2014 ed in carica fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2016, ha deliberato la presentazione al Tribunale competente della proposta di concordato preventivo ai sensi dell'art. 161 Legge Fallimentare.

In data 16 ottobre 2015 la Consonni International Contract S.r.l., depositava presso il Tribunale di Como proposta di concordato preventivo "con riserva" ai sensi del VI comma dell'art. 161 Legge Fall.

Il Tribunale di Como, con decreto 19-20 ottobre 2015 (procedura n. 21/15) ammetteva la società alla detta procedura "con riserva" ex art. 161, VI comma, 1. Legge Fall.

Successivamente il Tribunale di Como designava quale Commissario Giudiziale la dottoressa Roberta Ferretti.

Nel decreto di ammissione alla procedura, il Tribunale fissava, per il deposito della proposta definitiva di un concordato preventivo o di una ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L. Fall., il termine del 13 gennaio 2016, termine successivamente prorogato al 14 marzo 2016.

In data 25 ottobre 2016 a rogito Notaio M. Caspani di Como, [redacted] affittava ad una neocostituita [redacted]. Il ramo di azienda avente ad oggetto l'attività di produzione e il commercio di arredamenti chiavi in mano per alberghi.

Nell'ambito di detto contratto di affitto di azienda, l'affittuaria concedeva alla locatrice "opzione irrevocabile per la vendita ad essa affittuaria del ramo d'azienda, al prezzo di euro 250.000,00."

Tale impegno era soggetto alla condizione sospensiva dell'omologazione del concordato.

Detto impegno, nell'ambito della proposta di concordato, è stato garantito da fideiussione rilasciata dalla banca [redacted], con sede in Milano, Piazza Cavour n. 2 succursale di [redacted] fino all'importo di Euro 250.000.

Il Tribunale di Como, con decreto in data del 16.01.2017 depositato in Cancelleria il 23.01.2017 omologava il concordato preventivo nominando quale liquidatore della procedura il dott. Massimo Premoli, con studio in Como, via Cesare Cantù n. 50.

3.1.2 L'area di business

Come sopra anticipato, il ramo di azienda oggetto di valutazione riguarda la produzione e il commercio di arredamenti chiavi in mano per alberghi.

Nel corso del mese di Ottobre del 2016 la nostra Società ha siglato con [REDACTED] due contratti per la fornitura ed il montaggio di mobili e boiserie [REDACTED]

Più precisamente, la commessa risulta definita attraverso due distinti contratti d'appalto.

Il primo contratto (lotto 10.61) del valore di € 5.000.000,00 oltre ad I.V.A. [REDACTED] nella misura del 20% (Allegato A). Il secondo contratto relativo al Lotto 11.61 e a una integrazione del Lotto 10.61, ammonta ad un valore di € 1.450.000,00 oltre ad I.V.A. (Allegato B).

Tuttavia, a seguito delle modifiche alla commessa richiesta dal committente in corso d'opera, ad oggi il valore complessivo della commessa si è ridotto ad € 6.045.000.

3.2 IL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA

Come sopra anticipato, il perimetro del ramo aziendale oggetto di valutazione è stato definito nell'ambito del contratto di affitto stipulato in data 25 ottobre 2016 ed è composto dai seguenti elementi:

- macchinari ed attrezzature inerenti alla divisione contract;
- automezzi (autovetture ed autocarri) inerenti alla divisione contract;
- rimanenze di prodotti in corso su ordinazione (commesse);
- clientela connessa al ramo contract;
- contratti necessari per il proseguimento dell'attività;
- licenze, autorizzazioni, brevetti, certificazioni e permessi necessari o utili allo svolgimento dell'attività;

Nel perimetro del ramo d'azienda sono ricompresi anche i seguenti vincoli ed impegni:

- a) contratti di lavoro con n. 29 dipendenti di cui n. 15 a tempo determinato (Allegato C); si segnala inoltre che sono in corso contenziosi con n. 1 ex dipendente che ha chiesto il reintegro;
- b) contratto di locazione commerciale immobiliare [REDACTED] alla stipula del contratto, [REDACTED] registrato a Cantù il 31/01/2006 al n. 383 Serie 3;

6

Sono stati invece esclusi dal perimetro del ramo d'azienda i crediti, le rimanenze di magazzino, i debiti.

Con riferimento alla riconsegna dell'azienda, l'art. 18 del contratto di affitto si limita a stabilire che tutti gli oggetti descritti nell'inventario dovranno, al termine dell'affitto, essere restituiti alla locatrice, nello stato originario, salvo il normale deperimento d'uso.

L'art. 15 del contratto di affitto stabilisce inoltre che *“La riconsegna dovrà avvenire puntualmente alla scadenza del contratto senza pretese di indennità da parte dell'affittuario”*.

Il sottoscritto ritiene che la disposizione di cui all'art. 15, che esclude il pagamento di indennità in favore dell'affittuario, debba intendersi riferita ai beni materiali e immateriali già esistenti al momento della stipula del contratto di affitto (25.10.16).

Per quanto invece concerne le attività pervenute solo successivamente nel perimetro aziendale, il sottoscritto ritiene che trovi applicazione la norma di cui all'art. 2561 comma 4, c.c. secondo cui al termine del contratto l'affittuario restituirà i beni aziendali secondo la loro mutata consistenza derivante dalla gestione stessa, nonché la regolamentazione a conguaglio delle eventuali differenze.

A I fine di dare attuazione alla disposizione di cui al menzionato art. 2561 comma 4, c.c. che dispone la relativa regolamentazione a conguaglio del valore dei beni al termine dell'affitto, il sottoscritto determinerà separatamente il valore delle attività sopraggiunte successivamente alla data di stipulazione del contratto di affitto d'azienda.

4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI

4.1.1. *Analisi delle metodiche disponibili*

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre metodiche:

- metodica del costo: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente, attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione. Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il criterio patrimoniale;
- metodica dei flussi di risultato attesi: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro. Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura. Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extra redditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile. Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il criterio reddituale e quello finanziario;
- metodica di mercato: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali. Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il criterio comparativo;

e cinque criteri di valutazione:

- ✓ patrimoniale: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. Con il “metodo patrimoniale complesso” vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali;
- ✓ reddituale: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione. Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate;
- ✓ creazione del valore: si tratta di metodiche miste tra quella del “costo” e quella dei “risultati attesi”, quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda. Includono il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC) e l'E.V.A. Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo Uec mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;

- ✓ finanziari: sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan*. Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ comparativi: si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione. Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti. Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili. Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi.

La prassi include anche metodi empirici, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato, per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto².

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire, dalla configurazione di valore ricercata.

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori. Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti.

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo o anche più metodi di controllo.

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo.

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato. Se si utilizza il metodo patrimoniale complesso, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici.

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo *equity side* (determinano direttamente il Capitale netto), o *asset side* (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al “costo opportunità del capitale di rischio” (k); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il “costo medio ponderato del capitale” (w.a.c.c.); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered*. Al valore del “Capitale operativo investito” determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria, in modo da ottenere il

² E. FUSA – G. GUATRI “La valutazione del capitale economico dell'impresa”, Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: “Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni”.

valore del “Capitale proprio”. Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della “posizione finanziaria netta” alla data di riferimento della valutazione.

4.1.2. Individuazione del metodo di valutazione più appropriato

Per la stima del valore economico del ramo d'azienda, il sottoscritto ritiene di non discostarsi dai metodi e criteri già adottati nella precedente relazione di stima redatta dal dott. A. Passarelli in data 16 dicembre 2015, relazione agli atti della Procedura, sulla quale non risultano essere state sollevate obiezioni né da parte del Commissario Giudiziale né dal Tribunale di Como. Pertanto, il sottoscritto intende procedere alla valutazione del ramo aziendale ponderando il metodo patrimoniale complesso ed il metodo dei multipli.

4.1.3. Coerenza della scelta effettuata

La scelta del metodo dei multipli, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con le caratteristiche dell'entità economica da valutare, trattandosi di una realtà aziendale ed organizzata, capace di produrre reddito.

Si ritiene inoltre che il suddetto metodo debba essere ponderato, seppur con peso minoritario, metodo patrimoniale, in quanto il valore di alcuni beni materiali prescinde da quello del complesso dell'entità economica.

4.2 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA

4.2.1. Il metodo Patrimoniale: profili teorici

Il valore generale del capitale economico dell'azienda è stato determinato attraverso l'utilizzo del criterio Patrimoniale complesso, con il quale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio. In particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

E' il risultato del procedimento di ricostruzione del patrimonio netto aziendale, ottenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di sostituzione. Per quanto concerne i beni immateriali, il metodo patrimoniale mira a stimare analiticamente il valore di tali elementi immateriali, ed anche di quelli non rappresentati in bilancio, evitando, ovviamente, il rischio di duplicazioni di valutazione con l'avviamento.

Nella valutazione è necessario includere anche passività potenziali non incluse in bilancio.

Le partecipazioni vanno valutate come elementi patrimoniali autonomi, a meno che esistano notevoli interconnessioni economiche, nel qual caso va formulata una stima consolidata anche sul piano patrimoniale.

Se vengono rilevati beni immateriali ammortizzabili non inclusi in bilancio, nella stima si possono anche includere benefici fiscali, se ciò è consentito dalle norme fiscali.

Tra le passività vanno inclusi gli oneri fiscali dovuti sulle plusvalenze nette accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati tenendo conto delle aliquote fiscali e della probabilità e tempistica di effettiva loro manifestazione.

Il metodo patrimoniale è indicato per concludere una valutazione stratificata (*sum of the parts*), ma è bene effettuare un controllo reddituale della stima ottenuta.

Il criterio di valutazione Patrimoniale è di tipo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La formula con cui si identifica il “metodo di valutazione patrimoniale semplice”, è la seguente:

$$Ve = K$$

Ve = valore economico dell'azienda (*Equity side*)
K = valore patrimoniale rettificato

La formula con cui si identifica il “metodo di valutazione patrimoniale complesso”, è la seguente:

$$Ve = K + I$$

Ve = valore economico dell'azienda (*Equity side*)
K = valore patrimoniale rettificato
I = valore degli elementi immateriali (*intangible*) trasferibili indipendentemente dall'azienda.

La analitica determinazione sia di “K” (eventuale: che di “I”) verrà esplicitata nel successivo paragrafo 4.2.2.

4.2.2. Ricostruzione del valore dell'azienda espresso a valori correnti

Si procede ora alla valutazione degli elementi dell'attivo alla data di riferimento, attraverso il criterio patrimoniale in particolare mediante:

- verifica della poste rientranti nel perimetro aziendale come definito nel contratto di affitto in data 6 febbraio 2016;
- verifica delle poste sopraggiunte successivamente al 25 ottobre 2016;
- la riespressione a valori correnti di dette poste, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Come già spiegato in precedenza, il sottoscritto non ha effettuato attività di *audit* e/o revisione contabile, ma si è limitato ad analizzare la documentazione con il necessario spirito critico ed ad acquisire assunzioni di responsabilità della Direzione aziendale in ordine alla completezza ed accuratezza delle informazioni ed elementi forniti al sottoscritto.

Successivamente si è proceduto alla stima a valori correnti delle attività materiali.

STIMA DEI BENI MATERIALI

Gli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale dovrebbero essere riespressi a valori correnti, in base al criterio del valore del presunto realizzo, per i beni destinabili direttamente allo scambio, ovvero in base al criterio del valore di sostituzione per gli elementi c.d. a realizzo indiretto. Tuttavia il sottoscritto, ritiene condivisibili i criteri adottati nella perizia allegata al contratto di affitto di ramo d'azienda che sulla base di motivazioni oggettive e di prudenza hanno indotto il Perito ad assumere quale valore dei beni iscritti al perimetro di affitto il valore netto contabile alla data di riferimento della perizia.

Coerentemente con la precedente relazione peritale anche il sottoscritto assume, per i beni materiali il valore assunto quale valore dei beni il valore netto contabile alla data di riferimento del 30.04.2017.

L'applicazione di tale assunzione trovano specifica deroga nella determinazione del valore dei mobili e arredi per i quali viene confermata la valutazione della precedente perizia nonché degli automezzi, per i quali è possibile considerare un valore corrente stimato quale valore di presunto realizzo. Gli automezzi sono stati valutati operando una media prudenziale dei valori di vendita reperiti dai portali online. Detti valori risultano peraltro coerenti con quelli riportati nella precedente perizia tenuto conto dell'ulteriore deprezzamento per il decorso del tempo.

L'elenco e la valorizzazione dei beni materiali è riportata negli allegati richiamati nella tabella riportata al paragrafo 4.2.3.

In tale tabella sono elencati separatamente i beni materiali acquisiti dall'affittuaria successivamente alla stipula del contratto di affitto di azienda da valorizzare separatamente ai sensi dell'art. 2561 comma 4, c.c.

LAVORI IN CORSO SU ORDINAZIONE

Al 30/04/2017, su valutazione effettuate dalla Società basate sugli stati avanzamento lavori delle commesse, le rimanenze di prodotti in corso su ordinazione, valutati col criterio della percentuale di completamento, ammontano ad euro -243.464.

Come sopra anticipato, la voce è rappresentata da una commessa due contratti per la fornitura e il montaggio di mobili e boiserie presso [REDACTED].

Nel corso dell'accesso effettuato dal sottoscritto perito il giorno 13 luglio 2017 presso la sede della società in Cantù via Rienti n. 27, si è proceduto ad un controllo a campione della documentazione relativa agli stati di avanzamento lavori riscontrando una sostanziale coincidenza con i dati contabili al 30.04.2017.

E' stata altresì richiesta alla società una proiezione dello stato avanzamento lavori e del relativo margine al 31.10.2017, data prevista per la vendita dell'azienda.

Sulla base delle informazioni raccolte presso la società, la commessa verrà completata entro il mese di settembre 2017. Conseguentemente il valore stimato dello stato avanzamento lavori al 31.10.2017 è pari a zero.

Resta inteso che la voce “lavori in corso su ordinazione” rappresenta un valore provvisorio riportato solo a fini indicativi e verrà rideterminata in via definitiva a consuntivo con riferimento alla data di effetto della cessione d'azienda.

STIMA DEI BENI IMMATERIALI

Le principali metodologie impiegate per la valutazione dei beni immateriali sono sinteticamente descritte di seguito.

- Metodo del costo

Il valore viene calcolato in base al costo necessario per sostituire il bene in questione (costo di rimpiazzo) o per riprodurlo (costo di riproduzione), attraverso un approccio analitico o per indici e coefficienti.

- Metodo comparativo

Il valore del bene viene calcolato applicando multipli derivanti da transazioni similari. Si basa sull'attribuzione ad un bene immateriale del valore corrispondente ai prezzi realizzati in transazioni recenti aventi per oggetto beni similari. L'applicazione di tale metodo necessita che siano disponibili dati riferibili a transazioni avvenute di recente (3-5 anni) che offrano garanzia di omogeneità dei dati raffrontati, soprattutto sotto due aspetti: contenuto della negoziazione e condizioni che si accompagnano al prezzo.

- Metodo reddituale

Il valore è calcolato scontando i futuri flussi di reddito generati dal bene per un periodo di tempo definito e un valore terminale oltre tale periodo. Il valore terminale comunemente si calcola con il metodo di "Gordon" ipotizzando che il flusso di reddito stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato, cresca ad un tasso costante (tasso di crescita perpetua "g") per il periodo terminale.

Il tasso di sconto è correlato al rischio insito nel bene oggetto della valutazione. In questo metodo è necessario pertanto (a) determinare i flussi di reddito direttamente associabili al bene e (b) applicare un appropriato tasso di sconto che tenga conto dei rischi del bene.

In particolare per i beni immateriali vengono comunemente utilizzate le seguenti due varianti del metodo reddituale: il metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali e il metodo del Relief from Royalty.

- Metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali

Tale metodo implica l'attualizzazione dei redditi differenziali generati dalla disponibilità di un bene immateriale rispetto al reddito generato in situazioni di mancanza di tale bene.

Tale criterio è utilizzato nei casi in cui si ritiene che un complesso di beni immateriali (marchio, brevetto, ecc.) sia determinante per l'ottenimento di alcuni vantaggi. Tali vantaggi si stimano in via differenziale rispetto alle situazioni normali dei concorrenti che non ne fruiscono (ad esempio produttori senza brevetti, marchi o know-how).

- Metodo del Relief from Royalty (variante del metodo reddituale)

Il metodo del Relief from Royalty stima il valore dei beni immateriali specifici sulla base di un ipotetico corrispettivo derivante dalla cessione in uso a terzi delle risorse immateriali oggetto di valutazione (royalty); tali royalty sono calcolate applicando il cosiddetto "tasso di royalty", dedotto per via comparativa da casi omogenei, a specifici parametri quali il fatturato o il giro d'affari.

In particolare, questo metodo si basa sull'ipotesi che, qualora un bene dovesse essere preso in licenza da un soggetto terzo proprietario del bene, bisognerebbe versare un ammontare periodico (le royalty appunto) per il suo utilizzo. Il metodo del Relief from Royalty prevede quindi la stima dei flussi di ricavi derivanti dalla vendita di un prodotto e l'applicazione di un tasso di royalty che consenta di valutare l'ammontare attribuibile al bene immateriale oggetto di valutazione.

Il tasso di royalty è solitamente l'ammontare in percentuale che viene pagato per l'utilizzo dei diritti del bene immateriale nel settore in esame. La comparabilità del tasso di royalty è determinata non solo dall'appartenenza allo stesso settore delle società, ma anche dalla forza del bene. La scelta del tasso di royalty da utilizzare nella valutazione presuppone che si abbia a disposizione un adeguato numero di transazioni, rappresentative e trasparenti, che consenta di ottenere un intervallo di royalty applicato dal mercato per beni immateriali omogenei.

12

Individuazione del metodo di valutazione più appropriato

Nel caso concreto, i principali elementi che rilevano ai fini della valutazione dei beni immateriali non contabilizzati sono il know-how, l'archivio progetti, l'organizzazione umana, le licenze e le autorizzazioni, i marchi, i brevetti, le insegne e le concessioni.

E' indiscutibile il valore del capitale umano impiegato nel “Ramo Contract”, inteso come un insieme di conoscenze, attitudini, modalità organizzativo-gestionali e cultura tecnica, elementi rinvenibili anche dall'archivio dei progetti implementati e gestiti dalla società e, quanto agli anni precedenti, da CIC S.r.l. e prima ancora da CTC Consonni Contract S.r.l. Aggiungasi inoltre il valore del nome “Consonni” che nel corso degli anni ha acquisito notorietà nel settore del contract alberghiero.

Quanto sopra premesso si è proceduto alla valutazione dei beni immateriali con il metodo del **Relief from Royalty**.

Le royalties sono definibili come proventi degli intangibles identificabili e suscettibili di autonoma cessione che un terzo, prescindendo da eventuali benefici da sinergie, è disposto a riconoscere al proprietario del bene immateriale a fronte del diritto di utilizzazione dello stesso

La determinazione del valore economico dei beni immateriali con il metodo del Relief from Royalty viene ottenuta attraverso la seguente formula:

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

dove:

Consonni International Contract srl in c.p. – Stima del valore del “Ramo Contract”

r	tasso royalty
St	ricavi di vendita che si riferiscono all'intangibile
i	tasso di attualizzazione
t	durata dei benefici connessi al bene immateriale

Per procedere alla valutazione dei beni immateriali sono state seguite le seguenti fasi e sottofasi:

- A. determinazione del tasso di royalty;
- B. determinazione del tasso di attualizzazione;
- C. determinazione della vita economica;
- D. calcolo dei ricavi su cui calcolare il tasso di royalty.

A. Determinazione del tasso di royalty

Il sottoscritto perito ha determinato il royalty rate sulla base del rendimento degli investimenti risk free commisurato al BTP.

Nello specifico è stato preso in considerazione il BTP con scadenza 01.03.2026 ISIN IT0004644735 quotato sul mercato MOT che alla data del 17.07.2017 riconosce un rendimento lordo annuo del 1,43%.

B. determinazione del tasso di attualizzazione

Anche in questo caso il perito ritiene non sussistano ragioni per discostarsi dai criteri precedentemente adottati procedendo solo ad un adeguamento dei valori alla data odierna

Descrizione	Valori
Tasso di rendimento privo di rischio	0,10%
Premio per il rischio	8,40%
Market risk	8,50%
Beta unlevered	0,90
Risk premium	7,65%
Small size premium	3,50%
Cost of equity	11,15%

– Per il tasso di rendimento è stato preso in considerazione il BTP con scadenza 15.06.2020 ISIN IT0005250946 quotato sul mercato MOT che attualmente riconosce un rendimento annuo dello 0,10%.

• Scelta di dati affidabili

- Per il premio per il rischio imprenditoriale si è fatto riferimento all'*equity risk premium for a country* fonte Aswath Damodaran – Italy – update january 2017;
- Per il *Beta unlevered* si è fatto riferimento alle tabelle Aswath Damodaran – Totale Beta – Western Europe - Furniture – update january 2017;
- Il correttivo *small size premium* è stato applicato in modo empirico tenuto conto delle dimensioni dell'azienda.

C. determinazione della vita economica dei beni immateriali

Come sopra anticipato, la valorizzazione di beni immateriali non espressi dai dati contabili è riconducibile all'innegabile valore del capitale umano impiegato nel "ramo contract", dall'archivio progetti e alla notorietà del nome "Consonni", peraltro coincidente con il cognome delle figure apicali dell'azienda.

Tenuto conto che la valorizzazione dei beni immateriali dipende in maniera significativa dalla presenza di figure chiave nelle posizioni apicali, il perito assume che la vita economica dei beni immateriali debba essere limitata a 3 anni.

D. calcolo dei ricavi su cui calcolare il tasso di royalty

Nella precedente perizia redatta allorchè la società era priva di commesse in portafoglio, si era stimata una proiezione di fatturato su cui calcolare il tasso royalty di Euro 6.339 mila annui.

Allo stato, la società affittuaria ha in corso una commessa per la realizzazione degli arredi di un Hotel di lusso [REDACTED]. Tenuto conto che detta commessa genererà ricavi per circa 6 mln in un arco temporale di circa un anno, il sottoscritto perito ritiene che il fatturato stimato per il calcolo del tasso royalty possa essere stabilito nell'importo di 6 mln.

In considerazione di quando sopra di seguito si riporta l'equazione per la determinazione del valore dei beni immateriali:

$$\text{€ } 207.861 = \sum_{t=1}^3 \frac{1,43\% * 6.000.000_t}{(1+0,115)^3}$$

Sulla base della suddetta formula, il valore dei beni immateriali viene determinato in **€ 207.000**.

FISCALITA' LATENTE

Trattandosi di valutazione finalizzata alla vendita di un ramo d'azienda e non di quote societarie, non viene considerata la fiscalità latente.

4.2.3. Calcolo dei Risultati con il metodo patrimoniale

Pertanto, dall'applicazione del **metodo Patrimoniale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

Al termine del descritto procedimento, il valore dell'azienda espresso a valori correnti risulta pertanto il seguente:

ATTIVITA'	Valore contabile netto al 30/4/17	Rettifiche	Valore corrente
ATTIVITA' ESISTENTI AL 25.10.16	38.187	207.000	245.187
Beni immateriali	0	207.000	207.000
Mobili e arredi (da precedente perizia – All. D)	28.053	0	28.053
Automezzi (All. E)	5.600	0	5.600
Macchine uff. elettr. (All. F)	4.534	0	4.534
ATTIVITA' ACQUISITE DAL 25.10.16 (All. G)	8.907	0	8.907
Mobili e arredi	7.154	0	7.154

Macchine uff. elettr.	1.753	0	1.753
LAVORI IN CORSO SU ORDINAZIONE	0	0	0
previsione al 31.10.17 con valutazione a ricavo	0	0	0

5. SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

La sintesi dei risultati ottenuti è, infine, espressa nella tabella seguente:

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA	
VALUTAZIONE PERIMETRO AZIENDALE ESISTENTE AL 25.10.2016	€ 245.187
VALUTAZIONE ATTIVITA' ACQUISITE DALL'AFFITTUARIA	€ 15.298
STIMA LAVORI IN CORSO AL 31.10.2017*	€ 0

*valutati a ricavo

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, si ritiene che l'importo di Euro 250.000 (euro duecentocinquantomila) per l'azienda così come esistente alla data del 25.10.2016, debba ritenersi congruo quale prezzo base da indicare nella procedura competitiva di vendita del ramo d'azienda. Detto valore dovrà essere incrementato per effetto dei beni acquisiti dall'affittuaria successivamente alla stipula del contratto di affitto d'azienda e degli eventuali lavori in corso su ordinazione.

La valutazione si riferisce al 30 aprile 2017, fatta eccezione per i lavori in corso su ordinazione per i quali viene indicata una stima ipotetica al 31.10.2017.

Come in precedenza evidenziato la voce “Stima lavori in corso” rappresenta un valore provvisorio riportato solo a fini indicativi che dovrà essere rideterminato in via definitiva a consuntivo con riferimento alla data di effetto della cessione d'azienda.

Como, 20 luglio 2017

dott. Alberto Corti



