

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 per
imbarcazioni di lusso "Ramo Nautico" 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*.....

4.2.4 *Il metodo dei Multipli: profili teorici*.....

4.2.5 *Calcolo dei risultati con il metodo dei Multipli*.....

4.2.6 *Applicazione di premi e sconti*.....

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^a 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 per imbarcazioni di lusso attualmente condotto in affitto

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, essendo questo, appunto, un presupposto della valutazione.

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, fatto salvo per la voce "lavori in corso su ordinazione" che viene stimata al 31.10.2017, data presunta di cessione dell'azienda.

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 per imbarcazioni di lusso, attualmente condotto in affitto dalla _____, al prezzo di Euro 300.000,00 (Eurotrecentomila/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 9.2.2016;
- contratto di appalto in essere con il cliente;
- situazione relativa allo stato avanzamento lavori al 30.4.2017;
- proiezione stato avanzamento lavori al 31.10.2017;
- copia del contratto di locazione dell'immobile;
- inventario commesse al 30.4.17 e proiezione al 31.10.17;
- precedente perizia di valutazione della società.

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 multipli di mercato, è stato fatto riferimento alla banca dati specializzata “Damodaran”¹.

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

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 IL RAMO D'AZIENDA DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici

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 (ora [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.

Nelle more del deposito della domanda definitiva di concordato e previa autorizzazione Giudice Delegato la società con atto in data 9 febbraio 2016 a [REDACTED] [REDACTED] affittava ad una neocostituita [REDACTED] il ramo di azienda avente ad oggetto l'attività di produzione e il commercio di arredamenti per imbarcazioni di lusso.

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 300.000,00.”.

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

Quindi la società, nel rispetto del termine assegnato dal Tribunale, depositava la propria domanda definitiva di concordato preventivo.

Il piano proposto dalla società nell'ambito della domanda definitiva di concordato preventivo confermava tra l'altro, per quanto rileva ai fini dell'incarico conferito al sottoscritto, l'impegno vincolante da parte della società affittuaria, all'acquisto del ramo d'azienda relativo al settore nautico, al prezzo di Euro 300.000,00.

Detto impegno, nell'ambito della proposta di concordato, è stato garantito da fideiussione rilasciata
[redacted]
[redacted] all'importo di Euro 300.000.

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 per imbarcazioni di lusso “divisione yacht”. Tale attività rappresenta, all'interno delle varie attività di “contract” svolte dal gruppo, un settore particolare, dove si concentrano le capacità tecnico-produttive dell'azienda (quindi anche le maestranze operative), il know-how “nautico” considerato più particolare ed esclusivo rispetto al settore residenziale ed alberghiero, nonché un rapporto fidelizzato con il Cliente [redacted]

Tra le suddette parti, Committente ed Appaltatore, al momento della stipula del contratto di affitto d'azienda in data 9 febbraio 2016 era vigente un contratto d'appalto, siglato il 2/4/2013 ed avente scadenza al 31/8/2016, che prevedeva la costruzione su programma del Committente dei modelli di imbarcazione siglati con [redacted]. Si precisa che l'art.16 punto 2 lett. c) del suddetto contratto era prevista la facoltà del Committente di recedere dal contratto di appalto allorché l'Appaltatore si trovasse in liquidazione ovvero avesse presentato istanza di ammissione al concordato preventivo o altra procedura concorsuale.

A seguito della presentazione di domanda di concordato preventivo da parte dell'Appaltatore, il Committente non si è avvalso della facoltà di recedere dal contratto. Anzi in data 30.01.2017 le parti hanno stipulato nuovo contratto d'appalto avente durata sino al 31.08.2020 (Allegato A). Coerentemente con il precedente contratto anche il nuovo documento (art. 18) prevede, in favore della Committente, la facoltà di recedere unilateralmente dal contratto con preavviso di giorni 180, con espressa rinuncia da parte dell'Appaltatore a qualunque importo a titolo di risarcimento, rimborso o indennizzo relativo all'esercizio del diritto di recesso da parte del Committente.

Il contratto d'appalto prevede la fornitura di un numero precisato di serie di mobili di modelli, di anno in anno fissati, ancorché siano numeri indicativi sottoposti a possibili variazioni a seguito, ad esempio, dell'andamento del mercato.

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 9 febbraio 2016 ed è composto dai seguenti elementi:

- macchinari ed attrezzature inerenti alla divisione nautica;
- automezzi (autovetture ed autocarri) inerenti alla divisione nautica;
- rimanenze di prodotti in corso su ordinazione (commesse);
- clientela connessa al ramo yacht;
- 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. 25 Dipendenti di cui n. 5 a tempo determinato (Allegato B); si segnala inoltre che sono in corso contenziosi con n. 3 ex dipendenti che hanno chiesto il reintegro;
- b) contratto di locazione commerciale immobiliare [REDACTED] (alla stipula del contratto, [REDACTED] Srl) registrato a [REDACTED]

Sono stati invece esclusi dal perimetro del ramo d'azienda i crediti, 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'affittuaria”*.

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 (9.2.16).

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 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.

7

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 alla valutazione 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.

8

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,

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”.

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

9

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 delle poste rientranti nel perimetro aziendale come definito nel contratto di affitto in data 6 febbraio 2016;
- verifica delle poste sopraggiunte successivamente al 6 febbraio 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 quale valore dei beni il valore netto contabile alla data di riferimento del 30.04.2017.

L'applicazione di tale assunzione trova specifica deroga nella determinazione del valore 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.

Nel prospetto che segue sono elencati analiticamente i macchinari le attrezzature e gli altri beni inclusi nel perimetro del ramo d'azienda esistente al 9 febbraio 2016:

Cespiti al 9.2.2016 concessi in affitto	Anno acquisto	Valore contabile lordo	Valore contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
Macchinari		204.445	18.405	0	18.405
TAGLIERINA TAGLIABUE	1983	2.324	1.080	0	1.080
GIUNTATRICE KUPER	1975	930	0	0	0
SEZIONATRICE GABBIANI	1984	9.296	0	0	0
PRESSA COLOMBO R.	1975	6.972	0	0	0
CIRCOLARE (squadratrice) ALTENDORF	2003	10.000	0	0	0
BORDATRICE VITAP mod BC9	2013	7.200	1.080		1.080
CIRCOLARE ALTENDORF FGS	2005	16.860	0	0	0
SEGA A NASTRO	1986	3.096	0	0	0
TOUPIE CABO	1978	697	0	0	0
BORDATRICE OMAC DOPPIA TESTA	2006	55.000	0	0	0
TRAPANO A COLONNA BIMACK	1990	93	0	0	0
TRONCATRICE	1995	93	0	0	0
PANTOGRAFO MARIO VILLA DESIO	1992	697	0	0	0

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

CIRCOLARE GRANDE ALTENDORF	2000	12.395	0	0	0
PIALLA A FILO CABO	1985	465	0	0	0
SEGA A NASTRO BONGIOANNI / cosma	1985	232	0	0	0
TRONCATRICE BOTTENE	1995	465	0	0	0
TRONCATRICE OMGA	2005	2.492	0	0	0
BORDATRICE VITAP vasca colla	2013	4.200	630	0	630
LEVIGATRICE ALBERTI	1995	4.648	0	0	0
TUNNEL APPASSIMENTO INFRAROSSI	1990	1.394	0	0	0
CABINA DI CARTEGGIATURA	1990	465	0	0	0
CABINA A SPRUZZO	1990	1.033	0	0	0
BANCO CARTEGGIATURA TRUSSARDI	1990	232	0	0	0
CABINA PRESSURIZZATA	1990	2.582	0	0	0
CAVATRICE TENAX	1990	139	0	0	0
TRAPANO A COLONNA BIMACK	1990	93	0	0	0
IMPIANTO ASPIRAZIONE SILOS E2	1988	18.500	8.325	0	8.325
riparazione impianto aspirazione	2012	1.000	300	0	300
IMPIANTO ASPIRAZIONE	2010	16.000	0	0	0
IMPIANTO DI ASPIRAZIONE	2012	18.900	5.670	0	5.670
IMPIANTO DI ASPIRAZIONE	2012	4.400	1.320	0	1.320
COMPRESSORI	2005	1.549	0	0	0
Mezzi di trasporto int.		4.476	0	0	0
MULETTO OM	1982	1.549	0	0	0
incremento muletto OM	1997	430	0	0	0
MULETTO 40 Q.LI	1982	2.066	0	0	0
incremento carrello elevatore	1997	430	0	0	0
Automezzi		136.849	0	22.900	22.900
RENAULT MASTER 160	2005	35.415	0	7.200	7.200
FURGONE RENAULT MASTER 19	2009	20.105	0	4.700	4.700
RENAULT LAGUNA	2005	20.830	0	2.500	2.500
AUDI A6 ALLROAD	2007	60.499	0	8.500	8.500
Totale cespiti al 9.2.2016		345.769	18.405	22.900	41.305

Nel prospetto che segue sono elencati analiticamente i beni immateriali, macchinari e le attrezzature acquisiti dall'affittuaria successivamente alla stipula del contratto di affitto di azienda da valorizzare separatamente ai sensi dell'art. 2561 comma 4, c.c.

Cespiti acquistati dal 9.2.2016		Valore contabile lordo	Valore contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
Spese increm su beni terzi e altri beni immateriali		1.500	1.500	12.300	13.800
camino con pressa prelievi	2017	1.500	1.500	0	1.500
contratto leasing Renault Kangoo	2014	0	0	6.050	6.050
contratto leasing Renault Clio Sporter	2014	0	0	6.250	6.250
software	2016	9.570	6.273	0	6.273
Beni materiali		15.728	15.466	0	15.466
Tablet Asus	2016	534	392	0	392
stampi di pressatura (n. 5)	2017	5.000	5.000	0	5.000
stampi di pressatura (n. 3)	2017	3.050	3.050	0	3.050
curvati (n. 53)	2017	5.206	5.206	0	5.206
pc e stampante	2017	738	738	0	738
stampo curvatix legno	2017	1.200	1.080	0	1.080
Totale cespiti acquistati dal 9.2.2016		26.798	23.239	12.300	35.539

Si precisa che la società ha in essere due contratti di leasing di durata quadriennale:

- contratto di leasing n. 6079532 del 03/07/2014 stipulato con Ubi Leasing Spa avente ad oggetto [REDACTED]
- contratto di leasing n. 6079505 del 03/07/2014 stipulato con Ubi Leasing Spa avente ad oggetto [REDACTED]

Il valore dei contratti di leasing è stato determinato tenendo conto del valore di mercato del veicolo al netto dei canoni a scadere dalla data di presumibile effetto della cessione d'azienda (31.10.2017).

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 ammontano ad euro 416.767. (Allegato C).

Esse sono rappresentate da 6 commesse di [REDACTED] per un numero complessivo di 16 imbarcazioni da arredare internamente.

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 dei dati forniti dalla società, la proiezione del valore dello stato avanzamento lavori al 31.10.2017 viene stimata in euro 1.081 mila al valore di costo e in euro 1.352 mila a valore di vendita (Allegato D).

Detta voce che dovrà essere inclusa nel prezzo di vendita dell'azienda, rappresenta un valore provvisorio riportato solo a fini indicativi e verrà rideterminato in via definitiva a consuntivo con riferimento alla data di effetto della cessione d'azienda.

Si precisa il perito che non ha svolto valutazioni in merito all'affidabilità del cliente [REDACTED]

STIMA DEI BENI IMMATERIALI NON CONTABILIZZATI

I principali elementi a cui solitamente si fa riferimento quando si vanno a considerare i beni immateriali non contabilizzati sono il know-how, il portafoglio ordini, l'organizzazione umana, le licenze e le autorizzazioni, i marchi, i brevetti, le insegne e le concessioni.

Il valore dei beni immateriali non contabilizzati può essere assunto ad incremento del patrimonio netto rettificato solo in condizioni di equilibrio economico e reddituale del ramo d'azienda.

Tale concezione trova fondamento nel fatto che gli intangibles devono consentire l'acquisizione di un vantaggio competitivo dell'azienda duraturo e stabile sul mercato.

Nel caso di specie è indiscutibile il valore del “capitale umano” impiegato nella “divisione yacht”, inteso come un insieme di conoscenze, attitudini, modalità organizzativo-gestionali, “cultura tecnica”; ciò non toglie le difficoltà di quantificare con criteri oggettivi tale valore intrinseco, nonché di verificare l'adeguato equilibrio economico che assicuri il going concern value.

Si precisa, peraltro, che la continuità aziendale del ramo in esame, che si basa sull'attività svolta a favore di un unico cliente [REDACTED] per la costruzione degli interni di alcuni modelli della sua gamma di yacht di prestigio, è soggetta all'alea della clausola di recesso ad nutum in favore del committente.

Per quanto sopra, ne deriva che il valore economico dei beni immateriali non contabilizzati viene escluso dalla determinazione del capitale economico del ramo d'azienda.

14

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 9.2.16	18.405	22.900	41.305
Impianti, macchinari e attrezzature	18.405	0	18.405
Mezzi di trasporto interno	0	0	0
Automezzi	0	22.900	22.900
ATTIVITA' ACQUISITE DAL 9.2.16	23.239	12.300	35.539

Software	6.273	0	6.273
Spese incrementative su beni di terzi e altri beni immater.	1500	12.300	13.800
Impianti, macchinari, attrezzature e altri beni	15.466	0	15.466
LAVORI IN CORSO SU ORDINAZIONE	1.352.000	0	1.352.000
previsione al 31.10.17 con valutazione a ricavo	1.352.000	0	1.352.000

4.2.4. Il metodo dei Multipli: profili teorici

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

Si può fare riferimento sia alle quotazioni del mercato borsistico ufficiale, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di M.&A., formati in condizioni normali di mercato. Hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o 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 di minoranza;

In generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi. Tuttavia, applicando i dovuti correttivi, nella valutazione di una società non quotata, possono essere applicati i parametri estrapolati dall'analisi di società quotate (o comunque largamente negoziate) operanti nel medesimo settore o in settori affini ed aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti simili a quelli attesi, e parità di rischio.

In generale, inoltre, 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.

In sintesi, con il metodo in argomento vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, cash flow, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione. Il multiplo di indicatori economici o patrimoniali o finanziari hanno valenza maggiore rispetto a quelli di meri parametri operativi (i quali esprimono la capacità produttiva o commerciale): questi ultimi, infatti, sono da intendersi indici grezzi indicativi e non strumenti di valutazione perché si basano su fattori di input e non di output.

E' ovviamente necessario motivare le scelte del multiplo utilizzato, le modalità di determinazione e la formazione del campionamento.

In genere, per il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile, ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei valori medi del campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore significatività all'interno del campione stesso. Nell'uso di multipli medi, è necessario specificare se trattasi di media semplice, mediana o media armonica.

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda, o un campione di aziende, comparabili, possono essere riassunte in:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione analoga
- struttura del capitale e rischio finanziario simile
- stadio di vita affine

Il multiplo in genere viene calcolato sulle grandezze esaminate riferite all'ultimo esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti è preferibile attribuire loro un peso ponderato diverso.

4.2.5. Calcolo dei risultati con il metodo dei multipli

- **Scelta dei moltiplicatori.** I moltiplicatori si suddividono tra quelli *equity side*, e quelli *asset side*. I primi sono moltiplicatori che esprimono multipli del capitale di rischio; i secondi sono multipli relativi all'*enterprise value* (EV, cioè il Capitale investito operativo). La diffusa divaricazione tra valutazioni di borsa e patrimonio aziendale, ha contribuito al maggior utilizzo di multipli *asset side*, che subiscono un minor carico di integrazione con i dati contabili aziendali.

Nella valutazione si è fatto riferimento ad un multiplo riferito al valore del Capitale investito operativo (*Enterprise Value*: capitale di rischio + passività di natura finanziaria) e segnatamente al **Multiplo del Margine operativo lordo**, detto anche EV/EBITDA.

Di seguito si riporta il valore degli ultimi cinque esercizi nonché quello stimato dell'esercizio in corso sulla base della proiezione dei dati al 30.04.17 (valori espressi in migliaia di Euro):

2012	2013	2014	2015	2016	2017
72,20	99,40	-39,20	178,95	130,87	298,85

- **Scelta di dati affidabili.** Per poter applicare i multipli, il dato riportato nella presente analisi è stato acquisito presso il *data provider* Aswath Damodran – Enterprises Value Multiples – Western Europe – Shipbuilding & Marine.

Dall'applicazione del **metodo dei Multipli** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO DEI MULTIPLI	
Moltiplicatore adottato:	123,51
Multiplo adottato:	6,85
Passività finanziarie	0
TOTALE	€ 846,04
Sconto applicato	50%
VALORE AZIENDALE	€ 423,022

4.2.6. Applicazione di premi e sconti

Tenuto conto che l'azienda opera attraverso una strategia di business orientata a segmenti *premium* per i quali il vantaggio competitivo discende dalla personalizzazione dei servizi, considerata anche la presenza di persone chiave in grado di fornire all'azienda un apporto di

conoscenze e relazioni non facilmente recuperabili sul mercato, nonché della circostanza che il contratto d'appalto con l'unico cliente prevede il diritto di recesso dal parte del committente con un preavviso di 180 giorni, nella determinazione del valore economico dell'azienda attraverso il metodo dei multipli è stato ritenuto opportuno prevedere un adeguato sconto da applicarsi sul valore economico del capitale quantificato nel 50%.

5. SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Il valore economico è stato calcolato come media ponderata tra il valore ottenuto con il metodo patrimoniale complesso e quello determinato con il metodo dei multipli.

Al primo è stata assegnata una ponderazione del 30% ed al secondo una ponderazione del 70%.

E' stata data prevalenza al secondo metodo, ciò in considerazione del fatto che la capacità dell'azienda di produrre reddito dipende solo marginalmente dal valore degli specifici asset impiegati.

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

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA	
METODO PATRIMONIALE:	€ 41.305
Ponderazione:	35%
METODO DEI MULTIPLI:	€ 423.000
Ponderazione:	65%
VALUTAZIONE PERIMETRO AZIENDALE ESISTENTE AL 9.2.2016	€ 289.407
VALUTAZIONE ATTIVITA' ACQUISITE DALL'AFFITTUARIA	€ 35.239
STIMA LAVORI IN CORSO AL 31.10.2017*	€ 1.352.000

*valutati a ricavo

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, si ritiene che l'importo di Euro 300.000 (euro trecentomila) per l'azienda così come esistente alla data del 9.2.2016, 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 dei 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, 19 luglio 2017

dott. Alberto Corti



Dott. Alberto Corti, Via Volta n. 24 – Como CO

