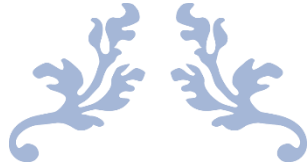


MALO S.P.A. IN FALLIMENTO

MALO S.P.A.
IN FALLIMENTO



PERIZIA DI STIMA
DELL'AZIENDA "MALO" S.P.A.



PROF. GIOVANNI LIBERATORE
STUDIO: VIA CAVOUR, 32 - 50129 FIRENZE - TEL. E FAX 055.484516
P.IVA: 04657630481 - COD FISC: LBR GNN 64T31 D612I

INDICE

1.	OGGETTO DELL'INCARICO	4
2.	RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA	5
3.	STORIA DELLA SOCIETÀ	6
4.	PERIMETRO VALUTATIVO.....	8
5.	CRITERI DI VALUTAZIONE	11
6.	VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE	13
7.	VALUTAZIONE CON IL METODO REDDITUALE	16
7.1.	<i>CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO</i>	17
7.2.	<i>TASSO DI ATTUALIZZAZIONE</i>	21
7.3.	<i>VALORE ECONOMICO</i>	23
8.	CONCLUSIONI	25

ELENCO ALLEGATI:

1. BILANCI DI VERIFICA IN FORMATO EDITABILE ALLA DATA DEL 31.03.2016, 31.03.2017, 31.03.2018 E 31.05.2018.

TRIBUNALE DI FIRENZE
SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento 97/2018 di: **"Malo S.p.a."** del 12.06.2018

Giudice Delegato: **Dott.ssa Rosa Selvarolo**

Curatore: **Dott. Daniele Fico**

Oggetto: Perizia di stima dell'azienda *Malo S.p.a.*

Firenze, lì 30 luglio 2018

Ill.mo Giudice Delegato,

Il sottoscritto Prof. Giovanni Liberatore

PREMESSO CHE

- in data 12.06.2018 la società *Malo S.p.a.* (nel seguito anche *Società*), con sede in Campi Bisenzio (FI), Via Gattinella n. 6, è stata dichiarata fallita presso il Tribunale di Firenze;
- in data 13.06.2018, il Curatore Dott. Daniele Fico, ha richiesto al Giudice Delegato Dott.ssa Rosa Selvarolo, di nominare il sottoscritto Prof. Giovanni Liberatore o altro professionista dotato di comprovate conoscenze in materia di valutazione dei beni immateriali, per procedere con la valutazione della società fallita, tenendo in considerazione degli elaborati tecnici dell'Ing. Vincenzo Giuliano per l'immobile, e del Rag. Giovanni Gallo per i beni strumentali e il magazzino.

- la S.V. Ill.ma, sulla base delle richieste avanzate dal Curatore ha nominato il Prof. Giovanni Liberatore come perito per la stima del complesso aziendale in data 18.06.2018.

Tutto ciò premesso il sottoscritto

PRESENTA

alla S.V. Ill.ma la propria relazione nella quale si provvederà a stimare il valore dell'azienda *Malo S.p.a.*.

1. OGGETTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto Giovanni Liberatore, nato a Firenze il 31.12.1964, con residenza professionale in Via Cavour n. 32, in Firenze, codice fiscale LBR GNN 64T31 D612I, email g.liberatore@gotha-advisory.com, pec giovanni.liberatore@pec.it, professore ordinario di *Valutazione d'azienda* presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa di Firenze, dottore commercialista iscritto alla sezione A n. 2260 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze e revisore legale iscritto al n. 66437, ha ricevuto l'incarico di effettuare in qualità di esperto la stima della società *Malo S.p.a.*, (nel seguito anche solo "Società"), con sede legale in Via Gattinella, 6 Campi Bisenzio (FI), codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Firenze 02018030516 e controllata interamente da *Malo Holdings LTS*.

L'incarico è stato conferito dal Tribunale di Firenze, mediante provvedimento del Giudice Delegato, Dott.sa Rosa Selvarolo, su richiesta del Curatore della società, Dott. Daniele Fico, allo scopo di ottenere il valore economico dell'azienda costituito dai seguenti beni (i.e. marchio, dominio, eventuali altre componenti immateriali immobile, beni strumentali, rimanenze).

2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA

Il sottoscritto per lo svolgimento dell'incarico ha richiesto ed esaminato i seguenti documenti riferiti a *Malo S.p.a.*:

- Visura camerale aggiornata al 26.09.2017;
- Bilanci degli esercizi 2014-16;
- Bilanci di verifica in formato editabile alla data del 31.03.2016, 31.03.2017, 31.03.2018 e 31.05.2018 (cfr. Allegato 1);
- Fatturato del marchio suddiviso per prodotti e canali di vendita, dal 2013 al 31.03.2018 per il canale retail e dal 2013 al 26.06.2018 per gli altri canali;
- Perizia di stima del marchio e del dominio *Malo*, redatta dallo scrivente in data 30.07.2018;
- Relazione di congruità del complesso immobiliare di *Malo*, redatta dall'Ing. Vincenzo Giuliano in data 05.05.2018 e depositata agli atti dal Curatore;
- Relazione di congruità dei beni strumentali e del magazzino di *Malo*, redatta dal Rag. Giovanni Gallo in data 16.05.2018 e depositata agli atti dal Curatore;
- Aggiornamento del valore dei beni strumentali di *Malo*, effettuato dal Rag. Giovanni Gallo alla data del 16.05.2018 e trasmesso in formato editabile dal Curatore;
- Aggiornamento del valore del magazzino di *Malo*, effettuato dal Rag. Giovanni Gallo alla data del 15.06.2018 e trasmesso in formato editabile dal Curatore.

Il sottoscritto ha potuto approfondire le informazioni integrative rispetto alla precedente perizia attraverso incontri con il Curatore Daniele Fico e il responsabile amministrativo Stefania Tomaselli. Tali incontri e scambi di informazioni sono stati essenziali al fine di comprendere la situazione economico-finanziaria passata e attuale dell'azienda *Malo*, congiuntamente alle informazioni raccolte negli incontri svolti a fine 2017 con il Presidente Bernhard Kiem, il direttore generale Angelo D'Apolito e il responsabile commerciale Fabio Greggio.

Gli elementi su cui si è svolta l'indagine sono stati utilizzati così come predisposti dalla *Società*, sul fondamento dell'accettazione del presupposto della loro

correttezza e della loro rispondenza al vero. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence e lo scrivente non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione, avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite.

3. STORIA DELLA SOCIETÀ

La Società è attualmente di proprietà del gruppo *Malo Holding LTD* con sede a Cipro.

La sua costituzione è avvenuta nel 1972 da parte di due imprenditori, i fratelli Alfredo e Giacomo Canessa, con il nome di *Malo Tricot S.r.l.* poi trasformata in *Malo S.p.a.* nel 1980. Il core business della Società è stato fin dall'inizio la produzione di capi in cashmere, in particolare maglieria, sempre contraddistinti dal marchio *Malo*.

La fase di sviluppo è iniziata con i primi anni '80, prima nel territorio italiano con l'apertura dello showroom a Milano, poi con la nascita, nel 1984, della società *Malo Usa Inc.* a New York per la distribuzione dei prodotti in Nord America, infine con l'acquisizione dei maglifici *Valley S.p.a.* di Alessandria e *Abor S.r.l.* di Piacenza nel 1988.

Nel 1989 è stata cambiata la ragione sociale da *Malo* a *Mac (Manifatture Associate Cashmere)*. Dagli anni Novanta la Società ha deciso di incrementare l'export, attraverso l'apertura di filiali commerciali in mercati strategici (New York, Düsseldorf, Parigi, Tokyo) e la creazione di flagship store in varie città del mondo per promuovere l'immagine del marchio.

Nel 1994 *Malo* ha acquisito la concorrente nazionale *Mgm Malima*. Con questa operazione il gruppo *Manifatture Associate Cashmere* è divenuta una azienda leader, a livello italiano, nella produzione del cashmere.

Nel 1999 la Società è entrata a far parte del gruppo molisano *Ittierre (Gruppo It Holding)*, dove è rimasta fino alla sua cessione a seguito del crack finanziario della Holding.

Nell'ottobre 2010 *Malo* è stata acquisita dalla società *Evanthe* del Gruppo Italiano *Exa S.r.l.*

A seguito di una ulteriore crisi, nell'agosto 2014, il gruppo *Malo* è stato ceduto all'attuale compagine sociale, che aveva presentato un ambizioso piano di rilancio da effettuare attraverso un cambiamento dell'offerta dei prodotti di maglieria ed abbigliamento. Nonostante, il ritorno del fondatore Giacomo Canessa, con il ruolo di Consigliere Delegato dal 2015 a giugno 2017, l'apertura del negozio a Saint-Tropez e l'inaugurazione di due nuove boutique a Mosca, la strategia di riposizionamento non ha portato ai risultati sperati.

La *Società* è entrata in una situazione di crisi aziendale con conseguente richiesta, in data 18 agosto 2017, di ammissione alla procedura di concordato preventivo "con riserva" ai sensi dell'art. 161 L.F., sesto comma della legge fallimentare, presso il Tribunale di Firenze. Il piano intendeva preservare la continuità aziendale ai sensi dell'art. 186 bis L.F. individuando un partner che potesse risanare l'azienda.

Con provvedimento del 30 agosto 2017 il Tribunale di Firenze ha concesso termine per il deposito della proposta concordataria, completa del piano, e della documentazione di cui al secondo e terzo comma dell'art. 161 della L.F., al 5 dicembre 2017.

Durante questo periodo, il consiglio di amministrazione di *Malo S.p.a.* era composto dal Presidente, Bernhard Kiem, il Commissario Giudiziale, Daniele Fico e dal Consigliere, Oleksandr Kryvokhyzha. Il collegio sindacale era composto dal Presidente, Roberto Colussi, i sindaci, Walter Imbimbo Quirino e Emilio Corrà, e i sindaci supplenti, Paolo Galvagno e Giovanni Lettieri. La revisione legale era affidata alla società *Ernst & Young S.p.a.*

A dicembre è stato depositato il piano concordatario e il 28 febbraio 2018 il Tribunale di Firenze ha ammesso la *Società* alla procedura di concordato preventivo.

Il 12 giugno 2018 la *Società* è stata dichiarata fallita a causa di una parziale applicazione del piano previsto nella proposta di concordato. Il Giudice Delegato, Dott.ssa Rosa Selvarolo, ha nominato come Curatore il Dott. Daniele Fico.

4. PERIMETRO VALUTATIVO

Oggetto della valutazione è il complesso aziendale di *Malo S.p.a.* che, secondo le indicazioni fornite dal Curatore e previste dall'incarico, risulta essere costituito da: marchio, dominio, eventuali altre componenti immateriali, immobile, beni strumentali, rimanenze.

Di seguito si illustrano le principali caratteristiche dei beni oggetto di stima.

MARCHIO

La *Società* è proprietaria del marchio *Malo*, che indentifica prodotti di abbigliamento e accessori di alta gamma, maschili e femminili. Il core business del marchio è rappresentato dalla produzione di maglioni in cashmere, realizzati in Italia e lavorati a mano ancora per il 70%.

Ciò che distingue il cashmere *Malo* dai tanti altri prodotti sul mercato è la qualità di ogni singola fase di approvvigionamento e lavorazione che permette di ottenere un prodotto conosciuto per la sua morbidezza, durata e lavabilità. L'immagine che viene associata al cashmere *Malo* è di una maglieria di pregio, con una vita molto lunga che può essere tramandata come un elemento senza tempo.

Oltre al cashmere che rappresenta il filato per eccellenza, vengono utilizzati anche altri tipi di materiali pregiati come la vigogna, la lana merino, il cotone pacha e la seta della dea.

Le collezioni vengono distribuite attraverso una rete commerciale che comprende negozi diretti *Malo*, negozi multimarca e department store selezionati, in diverse parti del mondo, suddivisi tra i seguenti canali *Dettaglio, Retail, Franchising, Distribuzione di Esclusiva, Clienti Speciali, E-Commerce, Occasionali e Stock.*

Il marchio *Malo* si colloca nella categoria del lusso per la produzione dei capi in cashmere, interamente *Made in Italy*. Tra i suoi principali concorrenti si trovano le aziende esperte nella produzione di capi in cashmere di alta qualità, come Loro Piana, Brunello Cucinelli e Agnona, così come le altre aziende del lusso non esperte nella lavorazione di tale tessuto, ma che comunque offrono alla clientela prodotti in

cashmere, ad esempio Prada, Calvin Klein, Louis Vuitton, Bottega Veneta, Hermes e Chloè.

Alla data odierna il marchio risulta registrato in Italia e all'Estero ed è identificato con diversi loghi.

Per un maggior dettaglio sulla tutela legale e su altre informazioni inerenti il marchio si rimanda alla perizia redatta dallo scrivente in data 30 luglio 2018 (cfr. Allegato 3).

DOMINIO

Il dominio internet (*malo.it*) è stato creato da *Malo S.p.a.* il 18 luglio del 1997 e l'ultimo aggiornamento risale al 26 novembre 2016, così come risulta dall'ente che si è occupato della registrazione *Instra Corporation Pty LTD*.

ALTRE COMPONENTI IMMATERIALI

Il valore attribuito al marchio è assorbente dell'avviamento commerciale (key money) dei negozi, come Milano e Roma, per i quali sono state ricevute offerte al subentro.

IMMOBILE

Il complesso industriale di proprietà della società *Malo S.p.a.* è ubicato all'interno di un'area prevalentemente industriale/produttiva, in località Capalle in Campi Bisenzio. L'attività svolta all'interno dello stabilimento riguarda la produzione e commercializzazione di articoli per abbigliamento e maglieria.

In base a quanto indicato nella perizia dell'Ing. Vincenzo Giuliano, il fabbricato risulta composto da un Piano terra, da un Piano ammezzato e da un Primo piano, per una superficie convenzionale pari a 3.716 mq.

Nel Piano terra si trovano l'outlet, la reception, il deposito, i magazzini, il laboratorio, oltre che servizi igienici e zona relax.

Nel Piano ammezzato sono collocati la mensa, gli uffici, i magazzini e etc.

Nel Piano primo sono disposti gli uffici.

Nella zona di rispetto del torrente Marina, sono presenti anche due terreni agricoli di circa 1.155 mq complessivi.

Per un maggior dettaglio sulla descrizione dello stabilimento industriale si rimanda alla perizia dell'Ing. Vincenzo Giuliano.

BENI STRUMENTALI

I beni strumentali risultano costituiti dai macchinari utilizzati per la produzione (i.e. telai, macchine per maglieria, macchina da cucine, lavatrici, etc.) e da altri beni in senso stretto (i.e. scaffalature, carelli, carello elevatore, etc.), ubicati negli stabilimenti di Campi Bisenzio e Piacenza.

Per il dettaglio dei beni oggetto di valutazione si rimanda ai tabulati editabili trasmessi dal perito Rag. Giovanni Gallo, alla data del 16.05.2018.

RIMANENZE

Le rimanenze di magazzino sono costituite dalle materie prime, dagli accessori, dai prodotti finiti e dai prototipi.

Segnatamente, le materie prime si riferiscono a materiali per le collezioni estive e invernali, consistenti in pelli, pellicce e tessuti vari.

Gli accessori riguardano varie componenti del prodotto, tra cui etichette, nastri, passamaneria, bottoni, fibbie, anelli, chiusure, etc, con una buona quantità di accessori vari personalizzati con il marchio *Malo*.

I prodotti finiti sono costituiti prevalentemente da capi di abbigliamento e accessori moda.

I prototipi sono vecchie rimanenze di campioni utilizzati per la produzione, in parte con difetti e tagli uniche.

Per il dettaglio delle rimanenze di magazzino oggetto di stima si rimanda ai tabulati editabili trasmessi dal perito Rag. Giovanni Gallo, alla data del 15.06.2018.

5. CRITERI DI VALUTAZIONE

Oggetto della valutazione è la stima del valore dell'azienda *Malo S.p.a.*, rappresentativo del marchio, del dominio, dell'immobile, dei beni strumentali e del magazzino, allo scopo di determinare il valore economico dell'azienda nell'ottica della continuità aziendale a seguito del fallimento della *Società*.

I principi di valutazione applicati sono quelli emanati dallo International Valuation Standards Council, denominati *IVS* (2017), e dall'Organismo Italiano di Valutazione, denominati *PIV* (2015). Ad essi si richiamano, e vengono quindi utilizzate come riferimento, le *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi* emanate congiuntamente da CNDCEC e SIDREA il 27 dicembre 2016.

In accordo ai *PIV* (par. III.1.11.), sulla cui impostazione teorica si rinvia alla vasta letteratura esistente, si è scelto di adottare due metodi di stima riconducibili al *metodo patrimoniale complesso* e al *metodo reddituale*.

Il *metodo patrimoniale complesso* è stato adottato per ricostruire il patrimonio dell'azienda - composto dai beni *supra* identificati - a valori correnti nella prospettiva della continuità aziendale.

Le immobilizzazioni immateriali, materiali e le rimanenze sono valutate a costi correnti o valori d'uso, mentre per la passività si fa riferimento al valore di estinzione.

Nel caso in esame, la formula generalmente adottata per la stima del valore economico con il *metodo patrimoniale complesso* è la seguente:

$$We = A_{wc} + A - OFP - TFR$$

dove:

- We è il valore economico dell'azienda;
- A_{wc} è il valore corrente delle attività operative nette;
- A è il valore dell'avviamento, se presente;
- OFP sono gli (eventuali) oneri fiscali potenziali.
- TFR è il fondo trattamento di fine rapporto.

Il *metodo patrimoniale complesso* è dunque un metodo razionale e completo che può essere impiegato in via esclusiva e ha il pregio di riportare analiticamente le

componenti del capitale. Le fasi attraverso le quali si esplica il metodo patrimoniale complesso sono:

- a) identificazione delle componenti dell'azienda;
- b) espressione delle attività e passività a valori correnti;
- c) stima (eventuale) delle componenti immateriali latenti e/o dell'avviamento;
- e) rettifica (eventuale) per oneri fiscali potenziali;
- f) sottrazione del fondo TFR;
- g) stima del capitale economico dell'azienda.

Per assegnare i valori correnti si applicano norme tecniche di generale accettazione in materia di valutazione dei beni (c.d. «principi di valutazione»).

I criteri di valutazione possono essere classificati in ragione della base temporale con cui si arriva al valore corrente: capitalizzando valori passati (criteri a «valori di carico» o *entry values*) o attualizzando valori futuri (criteri a «valori di realizzo» o *exit values*).

Le componenti attive dell'azienda sono state già oggetto di stima autonoma e non si è ravvisato un valore ulteriore da attribuire all'avviamento e ai key money dei negozi per le ragioni già espresse nella perizia del marchio.

Gli oneri fiscali potenziali non ricorrono in quanto l'acquirente non subentra nei valori contabili della cessionaria e quindi si vede riconoscere fiscalmente il valore di acquisto dei vari beni.

Il *metodo reddituale* si basa sul principio per cui il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di reddito rinvenibili dall'investitore lungo la vita economica dell'investimento. La proiezione dei flussi e la combinazione con i tassi di attualizzazione costituiscono gli aspetti fondamentali nell'applicazione del metodo. Tale combinazione può essere scelta alternativamente tra:

- reddito netto, per la cui attualizzazione si impiega un tasso pari al costo dei mezzi propri (*equity side*);
- reddito operativo al netto del carico fiscale, per la cui attualizzazione si impiega il costo medio ponderato del capitale (*asset side*).

Il secondo approccio, da noi preferito, permette di prescindere da considerazioni sulla evoluzione della struttura finanziaria a sostegno dell'investimento, e si basa sullo sviluppo delle seguenti fasi:

- normalizzazione del reddito operativo;
- definizione dell'orizzonte temporale di riferimento;
- proiezione dei flussi attesi;
- stima del tasso di attualizzazione;
- misurazione e interpretazione del valore economico.

Le determinanti sopra descritte risultano sintetizzate nella formula seguente:

$$We = \frac{Nopat}{(Wacc - g)} - TFR$$

dove:

<i>We</i>	è il valore dell'azienda
<i>Nopat</i>	è il reddito operativo normalizzato e a regime
<i>Wacc</i>	è il tasso di attualizzazione
<i>g</i>	è il tasso di crescita
<i>TFR</i>	è il fondo trattamento di fine rapporto

*

Nel proseguo della relazione verranno illustrati i valori attribuiti alle componenti attive e passive dell'azienda *Malo S.p.a*, facendo riferimento ai criteri di stima indicati in precedenza.

6. VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE

In base alle indicazioni fornite dal Curatore, il perimetro valutativo risulta costituito dal marchio, dominio, immobile, beni strumentali, rimanenze, fondo TFR.

MARCHIO E DOMINIO

I beni immateriali riconducibili al marchio e al dominio sono stati valutati dallo scrivente, con la perizia redatta in data 30.07.2018.

Il processo valutativo del marchio è stato condotto con l'applicazione del criterio premium pricing e del tasso di royalty, ipotizzando un fatturato "normalizzato" stimato partendo dai dati dell'anno 2016 e apportando alcune rettifiche riguardanti l'attuale scenario, e infine definendo un valore medio dato dai due metodi.

Il valore attribuito al marchio, comprensivo anche del dominio, è risultato pari a € 5.578.000.

Per il dettaglio dei criteri stima e degli assunti valutativi si rimanda alla perizia citata.

IMMOBILE

Il complesso industriale di proprietà di *Malo S.p.a.* è stato valutato dall'Ing. Vincenzo Giuliano, con la perizia redatta in data 05.05.2018.

Lo stabilimento è stato identificato in un capannone per 3.716 mq e in un terreno per 1.155, ed è stato stimato in un valore complessivo a € 2.436.000.

Su richiesta del Curatore il valore non è stato decurtato in ragione del mutuo ipotecario che lo riguarda, in quanto le passività esplicite latenti sono escluse dal perimetro valutativo e oggetto di separato accordo con l'acquirente del complesso aziendale.

Per il dettaglio dei criteri stima e degli assunti valutativi si rimanda alla perizia succitata.

BENI STRUMENTALI

I beni strumentali ubicati negli stabilimenti di Campi Bisenzio e Piacenza sono stati valutati dal Rag. Giovanni Gallo, così come risulta dai tabulati editabili datati 16.05.2018.

Dalla documentazione fornita dal perito, risultano evidenziati il dettaglio dei beni e due ipotesi di stima, una in continuità aziendale e l'altra in liquidazione fallimentare.

Il valore stimato dal Rag. Giovanni Gallo è pari complessivamente a € 484.580 per l'ipotesi in continuità aziendale e € 280.593 per l'ipotesi in liquidazione fallimentare (cfr. Tavola 1). Per un maggior dettaglio si rimanda all'Allegato 5.

Ai fini della stima verranno considerati i valori in ipotesi di continuità aziendale e quindi pari a € 484.580.

Tavola 1 - Stima dei beni strumentali a cura del Rag. Gallo (€).

	Ipotesi in continuità aziendale	Ipotesi in liquidazione fallimentare
Beni strumentali (Campi Bisenzio)	228.450	159.915
Beni strumentali (Piacenza)	256.130	120.678
Beni strumentali	484.580	280.593

RIMANENZE

Le rimanenze di magazzino sono state stimate dal Rag. Giovanni Gallo alla data del 15.06.2018.

In base ai tabulati editabili forniti dal perito, si evince che le rimanenze sono costituite dalle materie prime, dagli accessori, dai prodotti finiti e dai prototipi, e i rispettivi valori sono stati definiti sviluppando due ipotesi, una in continuità aziendale e l'altra in liquidazione fallimentare.

I valori stimati dal Rag. Giovanni Gallo risultano complessivamente pari a € 3.551.350 nell'ipotesi in continuità aziendale e € 1.348.536 nell'ipotesi in liquidazione fallimentare, così come illustrato nella Tavola 2 e nell'Allegato 6.

Ai fini della stima saranno presi a riferimento il valore delle rimanenze in ipotesi di continuità aziendale e quindi pari a € 3.551.350.

Tavola 2 - Stima delle rimanenze di magazzino a cura del Rag. Gallo (€).

	Ipotesi in continuità aziendale	Ipotesi in liquidazione fallimentare
Materie prime	578.249	210.272
Accessori	206.630	88.555
Prodotti finiti	2.750.051	1.033.289
Prototipi	16.420	16.420
Rimanenze	3.551.350	1.348.536

*

A seguito del procedimento di stima *supra* illustrato, il valore delle componenti attive dell'azienda *Malo* è pari a € 12.049.930.

Va segnalata la presenza del fondo TFR alla data del 31.05.2018, pari a € 1.137.085, al netto del quale il valore dell'azienda risulterebbe complessivamente pari a € 10.912.945.

Tavola 3 – Valore economico dell'azienda con il metodo patrimoniale.

Metodo Patrimoniale	
Marchio	5.558.000
Dominio	20.000
Immobile e Terreno	2.436.000
Beni strumentali (Campi Bisenzio)	228.450
Beni strumentali (Piacenza)	256.130
Materie prime	578.249
Accessori	206.630
Prodotti finiti	2.750.051
Prototipi	16.420
Valore dell'attivo	12.049.930
<i>Fondo TFR al 31-05-2018</i>	<i>-1.137.085</i>
Valore Azienda (We)	10.912.845

7. VALUTAZIONE CON IL METODO REDDITUALE

La Società non è stata in grado di fornire un piano delle vendite aggiornato a causa dell'assenza di riferimenti decisionali in materia. D'altro canto non è parso corretto basare l'analisi sui dati del piano che ha accompagnato la proposta di concordato, essendo mutata la situazione di contesto ed in particolare il sostegno finanziario.

Di conseguenza, si è proceduto a ricostruire un fatturato "normalizzato", rappresentativo delle condizioni ordinarie della Società. La ricostruzione è avvenuta dall'analisi dei dati storici di contabilità generale, con il supporto informativo e interpretativo del responsabile amministrativo Dott.ssa Stefania Tomaselli.

Il fatturato normale è stato definito prendendo a riferimento i dati dell'anno 2016 che comprendono le stagioni Autunno-Inverno 2016/2017 e Primavera-Estate 2016. Il conto economico è stato "normalizzato" da quelle componenti di ricavo e di

costo legati allo stato di crisi e alla gestione precedente, così come illustrato nel paragrafo successivo.

7.1. CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO

La situazione economica “normalizzata” è stata definita prendendo a riferimento il fatturato dell’anno 2016, che comprendono le stagioni Autunno-Inverno 2016/2017 e Primavera-Estate 2016, e i costi del bilancio di verifica al 31 marzo 2017. Per un maggior dettaglio si rimanda agli Allegati 1 e 2, dove sono riportati i dati del fatturato suddivisi per canali di vendita e prodotti dal 2013 al 2018 e i bilanci di verifica per i periodi 31.03.2016, 31.03.2017, 31.03.2018, 31.05.2018.

I ricavi dell’anno 2016 pari a € 22.671.737 sono stati assestati apportando ai canali di vendita le seguenti rettifiche condivise con il responsabile amministrativo:

- *Ricavi Canale Occasionale* sono stati ipotizzati pari a €0.
- *Ricavi Canale Stock* sono stati stimati in € 700.000.
- *Ricavi Canale Retail* sono stati scomputati minori ricavi per € 5.407.823 derivanti dai: a) negozi russi per € 4.855.650, dato dalla differenza tra il totale del retail nell’anno 2016 (€ 11.791.333) e la somma del canale retail delle stagioni AI 16-17 e PE 16, in considerazione dell’interruzione dei rapporti con la controllante; b) Negozio Courmayeur per € 161.927, dato dalla somma del fatturato registrato nelle stagioni AI 16-17 e PE 16, in vista della conclusione del contratto di affitto a fine luglio 2018, c) Outlet Serravalle per € 390.245, per via della sua chiusura.

Di conseguenza, il fatturato “normalizzato” assunto per la stima del complesso aziendale risulta pari a € 17.312.129, così come riportato in Tavola 4. Il fatturato tiene conto dei ricavi della controllata spagnola che detiene la boutique monomarca di Marbella.

Tavola 4 – Fatturato “normalizzato” suddiviso per canali di vendita (€).

Fatturato normalizzato	€	%
Dettaglio/Wholesale	6.176.386	36%
Distribuzione di Esclusiva	2.772.722	16%
Franchising	1.188.866	7%
Clienti Speciale	90.645	1%
E-COMMERCE	-	0%
Occasionali	-	0%
Stock	700.000	4%
Retail	6.383.510	37%
Totale	17.312.129	100%

Successivamente, sono stati definiti i costi “normalizzati” partendo dal bilancio di verifica della Società al 31 marzo 2017.

Di seguito sono illustrate le voci di costo e le rettifiche apportate:

- *Costo del venduto*: in base alle informazioni fornite dal responsabile amministrativo, si è potuto stimare il costo del venduto “a ritroso” detraendo dal fatturato “normalizzato” i ricarichi effettivi del periodo (cfr. Tavola 5).

Tavola 5 – Costo del venduto suddiviso per canali di vendita.

Canale	Fatturato normalizzato (€)	Ricarico	Costo del venduto (€)	Costo del venduto/Fatturato (%)
Dettaglio/Wholesale	6.176.386	2,2	2.807.448	16%
Distribuz.Esclusiva	2.772.722	2,2	1.260.328	7%
Franchising	1.188.866	2,2	540.394	3%
Clienti Speciale	90.645	2,2	41.202	0,2%
Stock	700.000	0,7	1.000.000	6%
Retail	6.383.510	5,06	1.261.563	7%
Totale	17.312.129		6.910.935	40%

Tuttavia occorre considerare che i ricarichi applicati sui negozi francesi risultano pregiudicati a causa di un mark up ridotto che abbiamo ritenuto riportare al valore normale. Ne consegue una minore incidenza del costo del venduto sul fatturato, dal 40% al 35%. Il costo del venduto “normalizzato” è dunque pari a € 6.059.245.

- *Spese di marketing*: in base ai dati consuntivi del periodo 2012-17, le spese di marketing sono risultate modeste circa il 2% del fatturato. Pertanto, si è deciso di applicare un coefficiente di mantenimento maggiore, pari al 4,00%, analogo a quello

adottato per la stima del marchio *Malo*. Le spese di marketing “normalizzate” risultano pari a € 692.485.

- *Costi per servizi*: dal bilancio di verifica al 31.03.2017 (€ 2.871.576) sono state rettificate le lavorazioni esterne (€ 2.545.371), in quanto già presenti nel costo del venduto. I costi per servizi “normalizzati” risultano pari a € 326.205.

- *Spese per servizi amministrativi e generali*: dal bilancio di verifica relativo all'esercizio in chiusura al 31.03.2017, sono state rettificate le voci relative alle consulenze professionali, consulenza del lavoro, spese legali consulenze stile, compensi agli amministratori, commissioni su finanziamento, spese bancarie.

In particolare:

- le consulenze professionali, le consulenza del lavoro e le spese legali sono state ridotte ad un forfait di € 200.000 rispetto a € 1.135.441.
- le consulenze stile sono state rettificate a € 500.000 rispetto a € 747.769.
- i compensi agli amministratori sono stati rettificati a € 100.000 rispetto a € 437.000.
- le commissioni sul finanziamento, pari a € 15.213 al 31.03.2017 sono state azzerate perché si riferiscono ad un finanziamento verso la banca cipriota di € 7,5 mln di carattere non ordinario.
- le spese bancarie, sono state ricalcolate applicando l'incidenza sul fatturato che avevano al 31.03.2017 (0,74%), quindi risultano pari a € 128.465 rispetto a € 168.236 precedenti.

Le spese per servizi amministrativi e generali “normalizzate” risultano quindi pari a € 2.541.133.

- *Spese per godimento beni di terzi*: dal bilancio di verifica al 31.03.2017 (€ 1.996.363) sono stati rettificati i minori costi imputati agli “affitti passivi”, di cui Serravalle per € 130.000, Showroom per € 300.000 e Parco Marinella per € 120.000. La rettifica complessiva è pari a € 550.000 e le spese per godimento beni di terzi “normalizzate” risultano pari a € 1.446.363.

- *Spese del personale*: dal bilancio di verifica al 31.03.2017 (€ 6.198.897) sono stati rettificati i costi attribuiti alla manodopera diretta, perché già compresi

all'interno del costo del venduto. Le spese del personale "normalizzate" risultano pari a € 4.252.763.

- *Ammortamenti immateriali*: sono stati mantenuti uguali al 31.03.2017 e sono pari a € 536.485.

- *Ammortamenti materiali*: al bilancio di verifica al 31.03.2017 (€ 327.952) sono stati aggiunti i maggiori ammortamenti del fabbricato, determinati in base al valore di mercato del complesso industriale stimato dall'Ing. Vincenzo Giuliano. Assunto che lo stabilimento è stato stimato in € 2.436.000 ed ipotizzando un orizzonte temporale di 33 anni, l'ammortamento per il fabbricato è pari a € 73.818, che è stato compensato con il valore di € 31.403 già presente nel bilancio di verifica.

Gli ammortamenti materiali "normalizzati" risultano pari a € 370.367.

- *Accantonamento per svalutazione crediti*: è stato stimato in base al fatturato, ipotizzando una dilazione di 60 gg e una percentuale a titolo di accantonamento pari al 1%. L'accantonamento per svalutazione crediti "normalizzato" è pari a € 28.458.

- *Oneri diversi di gestione*: dal bilancio di verifica al 31.03.2017 (€ 764.293) è stata rettificata la voce relativa a multe, sanzioni e penali pari a € 649.321.

Gli oneri diversi di gestione "normalizzati" risultano pari a € 114.972.

Di conseguenza, i ricavi "normalizzati" sono pari a € 17.312.129 e i costi "normalizzati" sono pari a € 16.368.477.

Si giunge così alla stima del Margine Operativo Netto (MON) "normalizzato" di importo pari a € 1.375.839, a cui sono state scomutate le imposte applicando le aliquote fiscali vigenti (24,00% Ires e 3,90% Irap) per un importo di € 263.279.

Il reddito operativo "normalizzato" risulta quindi pari a € 680.373, così come riportato nella Tavola 6.

Tavola 6 – Conto economico normalizzato.

Conto economico normalizzato		
Ricavi	€	%
Dettaglio/Wholesale	6.176.386	36%
Distribuzione di Esclusiva	2.772.722	16%
Franchising	1.188.866	7%
Clienti Speciale	90.645	1%
E-COMMERCE	-	0%
Occasionali	-	0%
Stock	700.000	4%
Retail	6.383.510	37%
Totale Ricavi	17.312.129	100%
Costi		
Costo del venduto	-6.059.245	-35%
Spese di marketing	-692.485	-4%
Costi per servizi	-326.205	-2%
Spese per servizi amministrativi e generali	-2.541.133	-15%
Spese per godimento beni di terzi	-1.446.363	-8%
Spese del personale	-4.252.763	-25%
Ammortamenti immateriali	-536.485	-3%
Ammortamenti materiali	-370.367	-2%
Accantonamento svalutazione crediti	-28.458	0,2%
Oneri diversi di gestione	-114.972	-1%
Totale costi	-16.368.477	-94,5%
Margine Operativo Netto (MON)	943.652	5,5%
Imposte	-263.279	-1,5%
Risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT)	680.373	4%

7.2. TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il reddito operativo normalizzato è stato attualizzato, in base ad un specifico tasso analogo a quello adottato per la stima del marchio *Malo*, e ottenuto attraverso il calcolo della media del costo del capitale proprio (k_e) e del costo del capitale di terzi al netto dello scudo fiscale (k_d netto), adottando come pesi quelli di una struttura capitale standard (*WACC* o *Weighted Average Cost of Capital*).

La prima componente (k_e) è stata calcolata come somma di due premi: rischio generico e rischio specifico.

Sia il rischio generico (r) che il premio per il rischio di mercato (r_m-r) sono stati stabiliti considerando un'indagine empirica promossa dal prof. Pablo Fernandez

della IESE Business School di Madrid, *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*, pubblicata ad aprile 2018. Per il rischio generico è stato poi tenuto conto del rialzo dei tassi successivo ad Aprile.

Il premio per il rischio generico è risultato pari al 2,60%, mentre il premio per il rischio di mercato (rm-r) assegnato al nostro Paese è pari al 6,40%.

Il premio per il rischio specifico è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica (di settore e di posizione competitiva) e in una componente sistematica propria dell'investimento azionario.

Il premio per il rischio specifico, stimato con la tecnica del CAPM, si determina mediante la seguente relazione algebrica: $[\beta \cdot (rm-r)]$, dove ai simboli già noti si aggiunge il beta che misura la componente specifica del rischio d'azienda.

Nel caso di specie la determinazione del beta- definito come il rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore) - non è fornita direttamente dal mercato, dal momento che la Società non è quotata. Occorre, quindi, individuare tale coefficiente in via indiretta, partendo dal beta *levered* medio del settore di società comparabili quotate.

Nella fattispecie, il coefficiente beta è stato stimato effettuando un'analisi su *Datastream Thomson Reuters*, prendendo a riferimento il Gruppo LVMH operante nel settore *Clothing & Accessory* che ha acquisito nel 2013 la società *Loro Piana*, specializzata nella produzione di capi in cashmere di alta qualità. In base ai dati impiegati nella precedente perizia e simili agli attuali (riportati sotto in aprentesi), si osserva che il beta assegnato a Gruppo LVMH è pari a 1,11 (1,10), quello industriale riferito ad un campione ristretto di società comparabili è pari a 0,93 (0,90) e quello dell'intero settore è pari a 1,26 (1,28) (dati Reuters).

Considerando le caratteristiche dell'azienda target si è ritenuto opportuno applicare il beta pari a 1,11.

Il premio per il rischio specifico, calcolato con la tecnica del CAPM, risulta dunque pari a 7,10%.

Al tasso di congrua remunerazione dell'impresa, dato dalla somma del premio per il rischio finanziario e del premio per il rischio specifico, è stata poi aggiunta una maggiorazione a titolo di compensazione dello stato di crisi del marchio pari al 30%. Di conseguenza il k_e risulta pari al 12,62%.

La seconda componente pari al costo del debito (k_d lordo) è stata stimata inserendo un valore di mercato pari al 5,5%. Il costo reale del debito (k_d netto) è stato ottenuto depurando il risparmio fiscale sugli oneri finanziari, applicando la nuova aliquota IRES del 24%. Il k_d netto è stato stimato pari al 4,18% per il periodo analitico.

Per quanto riguarda i pesi del costo del capitale proprio e del capitale di terzi, si è deciso di adottare delle percentuali standard, rispettivamente pari al 50% e al 50%.

In base alle considerazioni *supra* esposte risulta che il costo medio ponderato del capitale è pari all'8,40%.

Tavola 7 – Componenti del tasso di attualizzazione.

Costo del debito: i	5,50%
Aliquota fiscale: t	24,00%
$K_d = i * (1 - t)$	4,18%
R_f = tasso privo di rischio	2,60%
$R_m - R_f$ = premio per il rischio di mercato	6,40%
Beta di settore	1,11
Premio per stato di crisi	30%
$K_e = (R_f + (R_m - R_f) * Beta) * (1 + Premio crisi)$	12,62%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50%
Wacc	8,40%

7.3. VALORE ECONOMICO

Al fine di determinare il valore economico della *Società*, il reddito normalizzato di € 680.373 è stato attualizzato al Wacc del 8,40% corretto di un tasso di crescita atteso dell'1,5%. Di conseguenza, il valore complessivo della *Società o Enterprise Value (EV)* è risultato pari a € 9.860.475.

Anche in questo caso se transitasse anche il TFR il valore dell'azienda dovrebbe essere ridotto di un importo pari a € 1.137.085.

Prima di concludere la stima con il metodo reddituale, lo scrivente ha verificato se l'incidenza del magazzino, pari a circa il 21% e risultante dal rapporto tra il fatturato normalizzato (€ 17.312.129) e il valore del magazzino (€ 3.551.350), è in linea con quella di aziende simili, ovvero, in caso risulti maggiore, si debba applicare una integrazione a titolo di capitale extra operativo.

Prendendo a riferimento le società concorrenti, operanti del medesimo settore così come indicate per la stima del marchio con il metodo del premium pricing (i.e. Fedeli, Colombo, Fabiana Filippi e Cruciani) è risultato che in base agli ultimi bilanci disponibili, la media delle incidenze delle rimanenze sul fatturato è pari a circa il 31% (cfr. Tavola 8). Emerge quindi che i competitor hanno un'incidenza più alta rispetto all'azienda *Malo* e quindi ai fini della stima non viene attribuita alcuna integrazione a titolo di capitale extra-operativo.

Tavola 8 – Verifica dell'incidenza delle rimanenze sul fatturato dei competitors.

	<i>Fedeli</i>		<i>Colombo</i>		<i>Fabiana Filippi</i>	<i>Cruciani</i>	<i>Media competitors</i>	<i>Malo</i>
	bilancio 2017	bilancio 2016	bilancio 2017	bilancio 2016	bilancio 2016	bilancio 2015		
Ricavi	12.046.621	11.336.272	81.642.846	80.347.059	81.666.732	32.793.000	17.312.129	17.312.129
Rimanenze	5.463.758	5.210.811	18.374.800	17.686.483	9.987.685	12.194.000	5.345.248	3.551.350
Incidenza Rimanenze/Ricavi	45%	46%	23%	22%	12%	37%	31%	21%

Ne consegue che il valore dell'attivo di *Malo S.p.a.* con il metodo reddituale risulta pari a € 9.860.475 prima del fondo TFR.

Tavola 9 – Valore economico dell'azienda con il metodo reddituale.

Metodo Reddituale	
Reddito operativo normalizzato	680.373
Tasso di attualizzazione (Wacc)	8,40%
Tasso di crescita (g)	1,50%
Valore dell'attivo (EV)	9.860.475
Fondo TFR al 31-05-2018	-1.137.085
Valore Azienda (We)	8.723.391

9. CONCLUSIONI

Lo scrivente ha ricevuto l'incarico di effettuare una perizia di stima sul valore dell'azienda *Malo S.p.a.*, da parte del Tribunale di Firenze mediante provvedimento di nomina del Giudice Delegato, Dott.sa Rosa Selvarolo, su istanza del Curatore Daniele Fico.

Su indicazione del Curatore della *Società*, la perizia ha avuto ad oggetto la stima del perimetro costituito dai seguenti beni: marchio, dominio, altri beni immateriali immobile, beni strumentali, rimanenze.

Dopo una breve disamina della documentazione richiesta, delle caratteristiche complesso oggetto di valutazione e dei caratteri del presente incarico, si è proceduto alla scelta dei criteri di valutazione e alla definizione del processo valutato da attuare in applicazione dei principi di valutazione generalmente accettati.

La stima è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale, attraverso l'applicazione di due criteri, individuati nel metodo patrimoniale complesso e nel metodo reddituale.

Con il metodo patrimoniale complesso, sono stati presi a riferimento i valori correnti dei beni compresi nel perimetro valutativo.

Segnatamente:

- per il marchio e il dominio è stato acquisito il valore stimato dallo scrivente, in complessivi € 5.578.000;
- per l'immobile è stato preso in esame il valore stimato dall'Ing. Vincenzo Giuliano, in € 2.436.000, senza considerare, come da indicazioni del Curatore, il gravame rappresentato dal mutuo ipotecario;
- per i beni strumentali e per il magazzino sono stati indicati i valori in ipotesi di continuità stimati dal Rag. Giovanni Gallo, rispettivamente pari a € 484.580 e a € 3.551.350.

Ne consegue che con il metodo patrimoniale, il valore delle componenti attive è pari a € 12.049.930, e il valore economico, al netto del fondo TFR, risulta pari a € 10.913.000.

Per la stima con il metodo reddituale, lo scrivente ha ritenuto plausibile ricostruire un situazione economica "normalizzata", con il supporto del responsabile amministrativo - Dott.sa Stefania Tomaselli - e del Curatore - Dott. Daniele Fico, in assenza di un piano economico-finanziario redatto e approvato dal Consiglio di Amministrazione della *Società*.

Dal conto economico normalizzato è stato ricavato il reddito operativo a regime, al netto delle imposte, che è stato poi attualizzato al costo medio ponderato del capitale corretto di un tasso di crescita.

Con il metodo reddituale il valore delle componenti attive è risultato pari a € 9.860.475, mentre il valore economico, al netto del fondo TFR, è pari a € 8.723.000.

In considerazione delle finalità della stima, che deve fungere da supporto ad una procedura di assegnazione tramite asta competitiva, si ritiene corretto definire in € 9,9 milioni di euro il valore da assumere come base di riferimento per il complesso di attività patrimoniali detenute dalla Società e indicate nel perimetro di cui al presente incarico.

Il sottoscritto confida di aver assolto all'incarico affidatogli e, restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza.

Firenze, lì 30 luglio 2018



Prof. Giovanni Liberatore