

**STIMA DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA**



# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

## Sommario

1.1. Contesto dell'incarico .....	3
1.2. Scopo e termini dell'incarico .....	3
1.3. Limitazioni e documentazione di riferimento .....	4
<b>2. Stima del valore della .....</b>	<b>5</b>
2.1. Oggetto della valutazione .....	5
2.2. Criteri di stima.....	7
<b>2.2.1 Premessa sulle metodiche di stima.</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2.1.1 Metodi assoluti</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2.1.2 Metodi relativi</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2.2 Criterio di stima adottato.</b> .....	<b>15</b>
2.3. Esercizio di stima .....	16
<b>2.3.1 Assumption per la determinazione del Patrimonio Netto Rettificato</b> .....	<b>16</b>
<b>2.3.2 Le rettifiche al Patrimonio Netto Rettificato</b> .....	<b>17</b>
<b>2.3.3 L'applicazione della metodica di stima.</b> .....	<b>17</b>
<b>3. Conclusioni.....</b>	<b>23</b>



## PREMESSA ED OGGETTO DELL'INCARICO.

### 1.1. Contesto dell'incarico

(C.F. e P.IVA \_\_\_\_\_ – di seguito anche, *breviter*,  
o la “Società”), con sede legale in \_\_\_\_\_ ( ) alla Via \_\_\_\_\_, è specializzata nella lavorazione in proprio e in conto terzi di pellami, nella concia di pellame di cuoio, nell'import/export di pellami e nel commercio all'ingrosso di pellami grezzi e lavorati, pelli per pellicceria, prodotti chimici e ausiliari per concerie.

La Società, in persona dell'amministratore unico presentava, in data 14 Gennaio 2021, istanza presso il Tribunale di Avellino, di ammissione alla procedura di Concordato Preventivo “con riserva” ai sensi dell'art.161, comma 6 R.D. n.267/1942. Il Piano concordatario che la Società intende sottoporre ai creditori segue lo schema del concordato preventivo in continuità ex art.186 bis L.F.

In tale contesto, l'ufficio commissariale è interessato ad ottenere una stima del proprio *compendio aziendale* con il fine ultimo di valutare una cessione del ramo d'azienda, momentaneamente inattivo e, quindi, senza considerare alcuna continuità aziendale.

### 1.2. Scopo e termini dell'incarico

Premesso quanto indicato al paragrafo precedente e in conformità all'incarico ricevuto, il sottoscritto dott. **Antonio Savino**, C.F. SVNNTN67C31A509B, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili dell'Ordine di Avellino al nr. 240 A dal 18/10/1993, ha curato la redazione della presente perizia contabile (di seguito anche la “Relazione”), avente ad oggetto la stima del valore della

Tale stima è riconducibile ad una possibile cessione del ramo d'azienda nell'ambito della realizzazione del piano concordatario della società.

La data di riferimento per la valutazione risulta fissata al **12 gennaio 2021**, coincidente con la data di riferimento del Piano e della proposta concordataria, pur avendo lo scrivente analizzato, per completezza, anche la situazione contabile al **30 Novembre 2021**, ciò al fine di evidenziare eventuali

scostamenti significativi nell'ottica della realizzazione di rettifiche coerenti con il metodo di valutazione adottato. In merito, si precisa che, a contezza dello scrivente, nel periodo intercorso tra tale data e la redazione del presente documento, non risultino intervenuti fatti eccezionali tali da incidere in maniera significativa sugli esiti della Relazione.

Inoltre, in data **25 maggio 2022**, il CTU nominato Ing. Fiorentino Di Nardo ha depositato la perizia di stima degli impianti e dei macchinari di lavorazioni pelli e delle giacenze di magazzino, aggiornata al mese di **Maggio 2022**, potendo così riscontrare un aggiornamento dei valori riportati nella situazione concordataria.

Per una piena considerazione degli assunti e delle limitazioni del presente lavoro si opera rimando al successivo paragrafo "Limitazioni".

### 1.3. Limitazioni e documentazione di riferimento

Le procedure di analisi e stima si sono fondate sulla documentazione resa disponibile dalla

. Nell'ambito dei relativi paragrafi, la Relazione fornisce evidenza dei documenti e delle informazioni utilizzate. In proposito, particolare rilevanza hanno assunto ai fini dell'analisi i seguenti riscontri:

- Bilancio SRL 31.12.2018;
- Bilancio SRL 31.12.2019;
- Bilancio SRL 31.12.2020;
- Relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria ex art. 161 comma 2 datata 08/09/2021.
- Relazione giurata ex art. 160, comma 2 L.F. redatta dal professionista incaricato Dott. Pierri Antonio;

- Perizia di stima sul più probabile valore di mercato del compendio aziendale, inteso come macchine ed impianti per la lavorazione delle pelli e rimanenze di magazzino, redatta dal professionista incaricato Ing. Fiorentino Di Nardo, datata Maggio 2022.

Gli esiti della Relazione devono essere interpretati alla luce delle limitazioni di seguito riportate.

- a) Il fine ultimo di tale valutazione, vale a dire la cessione del ramo d'azienda, non in continuità aziendale, con la cedente in stato concordatario, le specificità dell'industria in cui la Società opera, quella del pellame, colpita da una crisi sistemica e pluriennale, e la particolare situazione patrimoniale della società hanno limitato la scelta del metodo di valutazione.
- b) La scelta del metodo del patrimonio netto è stata perseguibile tramite l'applicazione dell'*assumption* detta di "Piena Patrimonializzazione della Società".
- c) Quanto esposto al punto a) non ha di fatto permesso allo scrivente di applicare un metodo di controllo a causa della non applicabilità di ogni tipo di misura reddituale e finanziaria prospettica alla presente. Considerate le particolarità dell'industria, l'applicazione dei metodi relativi di valutazione quali metodi di controllo sarebbero stati esposti ad una aleatorietà tale da non risultare chiari ed oggettivi nella funzione di controllo.

Il lavoro è stato condotto dallo Scrivente con il supporto dei collaboratori qualificati nel contesto in esame, al fine di fornire, pur con le limitazioni sopra rappresentate, una adeguata valutazione.

\*\*\*

## 2. Stima del valore della

### 2.1. Oggetto della valutazione.

Come indicato nelle premesse, l'oggetto della valutazione è il valore economico della  
a socio unico alla data del 30 novembre 2021. Si propongono di seguito alcune  
note descrittive sulla Società.

#### La Società

# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

La opera dal 2007 nel settore della preparazione, concia e commercio del cuoio e della pelle, tramite una propria struttura in grado di effettuare lavorazioni di conceria e di preparazione di cuoio e pelle.

## Il settore e il mercato di riferimento

L'industria conciaria italiana impiega circa 17.000 addetti per circa 1.100 imprese. Il fatturato annuo per l'anno 2020 si è attestato sui 3,5 Miliardi di euro, in forte calo dai 4,5 dell'anno precedente. L'industria conciaria italiana, infatti, al pari di molti altri settori, ha risentito pesantemente delle conseguenze della pandemia ed i risultati annuali di mercato appaiono quindi quasi tutti fortemente negativi. Dopo il sostanziale blocco di produzione sofferto durante il primo lockdown della primavera 2020, la ripresa della produzione da maggio in avanti è avvenuta su livelli ridotti per una tendenza di domanda e consumo dei prodotti di filiera estremamente complicata. I recuperi auspicati per l'ultima parte dell'anno sono stati poi pesantemente frenati dalla seconda ondata pandemica, occorsa in autunno e nei primi sei mesi del 2021. I cali, sia nei dati nazionali e regionali di produzione e commercio estero che in quelli relativi ai singoli segmenti produttivi, sono sostanzialmente tutti a doppia cifra, seppur con intensità spesso molto differenti. Dato che la pandemia ha colpito indiscriminatamente la filiera pelle a livello mondiale, la conceria italiana non ha subito conseguenze negative nel proprio ruolo di leader internazionale di settore.

In questo scenario la Regione Campania ricopre un ruolo di primissimo piano, essendo, per quanto concerne questa industria, la terza regione italiana per numero di addetti e fatturato.

Tuttavia, questo settore, a partire dagli anni 90 del secolo scorso ha attraversato una grande crisi sistemica dovuta soprattutto all'arrivo sul mercato di sostituti naturali della pelle quali tessuti sintetici, più economici e accessibili, sia alla grande concorrenza generata dall'offerta competitiva dei mercati asiatici.



## 2.2. Criteri di stima.

### 2.2.1 Premessa sulle metodiche di stima.

Sotto un profilo teorico, la valutazione di un'azienda consiste nella quantificazione di un valore estimativo al relativo capitale economico, al di là di una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

Per quanto concerne i criteri di valutazione, la dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato diverse metodologie, il cui ricorso e preferibilità sono determinati dalle caratteristiche del *target* di riferimento, oltre che dalle concrete circostanze di sviluppo dell'esercizio valutativo (e.g. base documentale di riferimento, tipologia di mandato, ecc.).

A fini di una prima tassonomia, può essere utile operare la distinzione tra valutazioni “assolute” e “relative”<sup>1</sup>. Le prime si basano su modelli e formule che si focalizzano sulla singola azienda di riferimento, privilegiando un'ottica “interna”; le seconde invece si fondano su moltiplicatori, ritratti da valori generali di mercato, o da transazioni comparabili.

Atteso quanto appena riportato, si procederà, per quanto d'interesse, ad un breve inquadramento teorico delle principali metodologie valutative. Tale inquadramento non ha pretesa di esaustività, ma si propone essenzialmente di delineare le metodiche di valutazione di maggiore ricorso nella teoria e prassi valutativa.

#### 2.2.1.1 Metodi assoluti

I metodi assoluti di stima del capitale economico delle aziende sono spesso classificati in tre tipologie in funzione ai relativi parametri di riferimento (ossia i flussi finanziari, la marginalità economica e il patrimonio):

- i) Metodo Finanziario;
- ii) Metodo Reddittuale;
- iii) Metodo Patrimoniale;

---

<sup>1</sup> Cfr. Pozzoli S. (2016) “Valutazione d'azienda”. Ipsoa, Milano.

A questi si aggiunge una ulteriore tipologia, originata dalla combinazione di più parametri, trattasi in particolare del:

iv) Metodo Misto patrimoniale-reddituale.

Di seguito saranno richiamati gli elementi di base di ciascuna delle sopra citate metodologie.

## ***i) Metodo Finanziario***

Il metodo finanziario, o metodo dei flussi di cassa attualizzati (“DCF” - *Discounted Cash Flows*), si ispira al concetto generale che il valore di un’azienda sia pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro un orizzonte di previsione fissato nel futuro e al così detto valore residuo, cioè il valore atteso dei flussi di cassa che saranno generati oltre l’orizzonte temporale di previsione.

Il metodo finanziario si configura in due approcci: *Asset Side* e *Equity Side*.

Nel caso di approccio *asset side*, i flussi presi in esame sono quelli operativi. Essi si originano dal modo con cui viene sfruttato il capitale investito, vale a dire in base alle scelte effettuate dall’organo di governo in merito alla gestione del capitale immobilizzato e di quello circolante. Il valore del capitale economico è determinato partendo dal valore degli asset aziendali determinato grazie ai flussi operativi prospettici al netto del debito necessario per mantenere tale livello di flussi. I flussi determinano il free cash flow operativo (FCFO).

In tale approccio, al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (Enterprise Value), vengono considerati i flussi di cassa operativi, i quali vengono scontati al tasso WACC (Weighted Average Cost of Capital). Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell’ammontare del valore delle eventuali attività non operative (Surplus Assets) ottenendo così il valore del capitale economico (Equity Value). La formula generale in base alla quale, secondo l’approccio *asset side*, si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell’azienda è così rappresentabile:

# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} + SA - PFN$$

dove:

- $n$  è il periodo di previsione esplicita;
- $FCF_i$  = free cash flow, indica il flusso di cassa operativo stimato nel periodo  $i$ ;
- $TV$  = Terminal Value, è il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione definito (in questo caso espresso con  $n+1$ );
- $SA$  = Surplus Assets, è il valore dei beni non attinenti alla gestione caratteristica;
- $PFN$  = Posizione Finanziaria Netta;
- $WACC$  (Weighted Average Cost of Capital) è il costo medio ponderato del capitale.

Qualora si introduca l'ipotesi di un orizzonte temporale indefinito, la presente formula è riconducibile ad una rendita perpetua attualizzata al tasso  $WACC$ :

$$EV = \frac{FCFO}{WACC} - PFN + SA$$

Nel caso, invece, di approccio *equity side*, oltre ai flussi operativi, vengono considerati anche i flussi relativi alle fonti di finanziamento, vale a dire tutti quei flussi inerenti alla negoziazione e al rimborso dei debiti, al costo degli stessi e alle operazioni sul capitale proprio in aumento e diminuzione. Tali flussi prendono il nome di Free Cash Flow to Equity (FCFE). La formula generale in base alla quale, secondo l'approccio *equity side*, si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+ke)^i} + \frac{TV}{(1+ke)^n} + SA$$

dove:

- $FCFE_i$  = free cash flow to equity, indica il flusso di cassa per gli azionisti stimato nel periodo  $i$



# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

- $K_e$  è il costo del capitale di rischio.

La differenza tra i due approcci risiede, oltre che nella tipologia di flussi di cassa considerati, anche nel tasso di attualizzazione utilizzato.

Nell'approccio *asset side* viene utilizzato il Weighted Average Cost of Capital – WACC, il costo medio ponderato del capitale, che è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

$$WACC = K_e * \frac{E}{D + E} + K_d * (1 - t_c) * \frac{D}{D + E}$$

dove:

- $K_e$  è costo del capitale proprio;
- $E/(D+E)$  = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
- $K_d$  è costo del capitale di debito prima delle imposte, è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi;
- $t_c$  è l'aliquota d'imposta ("scudo fiscale");
- $D/(D+E)$  = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Nell'approccio *equity side* viene invece utilizzato il costo del capitale proprio  $K_e$ , che rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda. Il tasso  $K_e$  viene calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (CAPM), attraverso la formula:

$$K_e = r_f + \beta * (R_m + R_f) + S_p$$

dove:

- $K_e$  = costo del capitale proprio;



- $R_f$  = tasso privo di rischio (risk-free rate), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;
- $\beta$  = coefficiente “beta” espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;
- $R_m - R_f$  = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;
- $S_p$  = Small size premium o Additional premium, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall’investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell’investimento.

## ii) Metodo Reddituale

Secondo il presente metodo, il valore di un’azienda dipende dalla capacità di generare redditi futuri.

Il metodo reddituale tipicamente si presta ad un approccio “equity side”, prendendo quindi in analisi flussi di reddito netto. La principale differenza rispetto al metodo finanziario è rappresentata dal fatto che la quantificazione dei redditi netti prevede una procedura di “normalizzazione” volta a rimuovere i condizionamenti creati dalle componenti estranee alla gestione corrente che potrebbero distorcere la stima del reddito conseguibile futuro.

Il reddito atteso è quindi determinato attraverso la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell’impresa (Equity Value), formato dalla serie dei redditi futuri attualizzati dell’impresa.

In formula,

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+k)^t}$$

dove:

- $R_t$  è il reddito netto generato dall’azienda al tempo t
- $k$  è il tasso di remunerazione previsto per gli azionisti

# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

Assumendo un reddito stabile nel tempo e una prospettiva indefinita, la formula matematica si riduce ad una rendita perpetua (metodo reddituale semplice).

$$\text{Equity Value} = \frac{R}{k}$$

Il metodo reddituale può anche essere adattato secondo un approccio “*asset side*”, prendendo in analisi i flussi reddituali operativi futuri attesi.

Pare opportuno registrare come, secondo i Principi Italiani di Valutazione (III.1.32) “*Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari*”.

### **iii) Metodo Patrimoniale**

Il metodo patrimoniale si basa sul presupposto che il capitale economico di un'azienda corrisponda al “Patrimonio Netto Rettificato” (PNR), dato dalla somma del valore corrente degli asset meno il valore del capitale di terzi.

In formula,

$$\text{Equity Value} = \text{PNR} = \text{PN} + \Delta A + \Delta P$$

Dove,

- PN è il patrimonio netto contabile;
- $\Delta A$  sono le plusvalenze (minusvalenze) derivanti dalla revisione degli elementi attivi;
- $\Delta P$  sono le plusvalenze (minusvalenze) derivanti dalla revisione degli elementi passivi.

Nell'ambito di tale approccio, è possibile operare la distinzione tra Metodo Patrimoniale Semplice (che assume come punto di partenza il patrimonio netto dell'azienda, al quale vengono apportate rettifiche di uniformazione ai corretti principi contabili e le rettifiche necessarie per recepire eventuali plusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo) e Metodo Patrimoniale Complesso (nel quale al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali, poiché questo metodo si basa sul



presupposto che i beni intangibili abbiano un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa).

**iv) Metodo Misto patrimoniale-reddituale**

La logica di fondo del metodo misto si basa sulla considerazione che il valore del capitale economico venga determinato dalla somma del valore delle attività aziendali in essere e dal valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso di queste ultime.

Il metodo misto patrimoniale reddituale può essere di due tipologie:

- Metodo misto "equity side", con evidenziazione dell'avviamento;
- Metodo Misto "asset side", detto anche metodo dell'Economic Value Added (EVA).

Il metodo misto, in entrambe le sue declinazioni, correla il valore d'impresa sia al valore "effettivo" del suo patrimonio, sia alla capacità di generare flussi futuri. L'approccio utilizza quindi contemporaneamente sia il metodo patrimoniale sia il metodo basato sui flussi di risultato (finanziario o reddituale).

Operativamente, il valore dell'azienda viene ottenuto sommando il "Patrimonio Netto Rettificato" – PNR con la capacità dell'azienda di generare una redditività in eccesso rispetto al rendimento normale di settore, vale a dire quel sovra-reddito definito come "Avviamento". In formula,

$$\text{Equity Value} = \text{PNR} + \sum_{t=1}^n \frac{(Rt - i * \text{PNR})}{(1 + i')^t}$$

dove:

- $i$  è il tasso di rendimento del settore
- $i'$  è il tasso di attualizzazione dell'avviamento
- $\sum_{t=1}^n \frac{(Rt - i * \text{PNR})}{(1 + i')^t}$  rappresenta la stima autonoma dell'avviamento

Tale metodologia, nella versione cosiddetta asset side, si richiama alla teoria dell'Economic Value Added (EVA) e si basa sul presupposto che il *goodwill* individuato corrisponda, sostanzialmente, all'EVA.

Infatti, nel campo della valutazione d'azienda, il Metodo EVA consiste nel quantificare la capacità prospettica del management di creare valore durevole. Secondo questo approccio, il valore del capitale economico si determina sommando al capitale investito rettificato il valore attuale degli EVA al netto del debito finanziario oneroso. Pertanto, il metodo richiede che si disponga di una stima analitica del "Capitale Investito Rettificato" – CIR, cioè il capitale effettivamente investito nell'azienda, e del reddito operativo disponibile - NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), dato che  $EVA = NOPAT - (WACC \times CIR)$ .

In una prospettiva di analisi in cui l'orizzonte temporale si estende per n anni, il capitale economico complessivamente prodotto sarà quindi determinato dalla seguente formula.

$$\text{Equity Value} = CIR + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} - PFN$$

## 2.2.1.2 Metodi relativi

Tra i metodi relativi, figura il metodo dei multipli, basato sulle grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività, detti *comparables*.

Il metodo dei multipli può essere distinto in

- Metodo dei multipli di mercato, che esprime il rapporto tra valori borsistici e grandezze economico-patrimoniali di una società.
- Metodo dei multipli delle transazioni comparabili, che esprime il rapporto tra valori impliciti valori impliciti in un'operazione di acquisizione e grandezze economico-patrimoniali di una società.

In ambito valutativo, quindi, l'utilizzo dei multipli presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato, metodo dei multipli di mercato, o da operazioni di compravendita aventi ad oggetto società con caratteristiche analoghe a quella oggetto della valutazione, metodo dei multipli delle transazioni comparabili.

Entrambi gli approcci si fondano sull'analisi di un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento, società appunto dette *comparables*, e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Lo schema di applicazione di tale metodo di valutazione si articola nei seguenti punti:

- Identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori quali il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale quali fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e, contemporaneamente, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato.
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: la scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- Applicazione dei multipli alle società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispondenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo e applicazione, dato che i multipli possono essere impiegati per ottenere delle stime immediate del valore dell'impresa. Tuttavia, la relativa semplicità di questo approccio evidenzia alcune criticità dovute al fatto che gli indicatori sono facilmente manipolabili, soprattutto nel caso di assenza di aziende *comparables* simili all'entità in analisi.

## 2.2.2 Criterio di stima adottato.

Premesso quanto sopra indicato, si procede a delineare le scelte metodologiche adottate ai fini della presente Relazione.

Come indicato nei Principi Italiani di Valutazione (I.1.1), “*la valutazione non è un dato di fatto, ma una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima*”.

## La metodologia di riferimento adottata

Ai fini dell'esecuzione dell'esercizio di stima, lo scrivente ha ritenuto adottare la metodica di stima del Metodo Patrimoniale Semplice.

Le ragioni alla base di tale scelta risiedono nel fatto che l'approccio in questione si basa sul presupposto che il capitale economico di un'azienda corrisponda al “Patrimonio Netto Rettificato” (PNR), dato dalla somma del valore corrente delle attività meno il valore del capitale di terzi, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, caratterizzata dalla stima analitica a valori correnti di sostituzione.

Analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, in quanto basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, poiché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi. Questo consente, quindi, di giungere ad una stima autonoma del valore del ramo d'azienda, considerando il valore dell'azienda come complesso di elementi in grado di esprimere redditività futura, anche se momentaneamente inattivi. Tali caratteristiche sono ritenute dallo scrivente quelle che meglio si adattano a determinare un valore oggettivo di un'azienda in stato concordatario e nell'ottica dell'acquisizione del ramo d'azienda.

## **2.3. Esercizio di stima**

### **2.3.1 Assumption per la determinazione del Patrimonio Netto Rettificato**

L'applicazione di tale metodo di valutazione ad una Società in concordato, e quindi di conseguenza con una situazione patrimoniale fragile legata allo stato di crisi, presuppone l'adozione di specifiche *assumption*.

In questo contesto, lo scrivente, ha posto l'*assumption* di considerare tutte le poste dell'attivo patrimoniale come parte integrante del patrimonio netto della società, inquadrando la società in una situazione di "Piena Patrimonializzazione".

La *ratio* di questa ipotesi sta direttamente nel fine ultimo della presente valutazione, vale a dire quello di determinare il valore del compendio aziendale nell'ottica della cessione a terzi.

### **2.3.2 Le rettifiche al Patrimonio Netto Rettificato**

A seguito dell'assunzione dell'ipotesi di "piena capitalizzazione", il processo di determinazione del "Patrimonio Netto Rettificato" ha visto le rettifiche delle seguenti poste dell'attivo patrimonializzate:

- Immobilizzazioni (immateriali, materiali e finanziarie);
- Rimanenze di magazzino;
- Crediti (crediti verso clienti, crediti commerciali, altri crediti);
- Attività Finanziarie non costituenti immobilizzazioni.

Le predette poste, aggiustate per l'indice di inflazione registrato dall'Istat nel mese di Novembre del 2021 pari al 3% su base annua, sono state patrimonializzate assumendo come base di partenza il loro valore iscritto all'interno delle scritture contabili rese disponibili per lo svolgimento del lavoro.

Ove ritenuto necessario, lo scrivente ha provveduto ad effettuare le rettifiche patrimoniali sui valori riportati all'interno dei documenti contabili e delle perizie messe a disposizione per lo svolgimento del lavoro.

### **2.3.3 L'applicazione della metodica di stima.**

#### Patrimonio Netto

Coerentemente con l'*assumption* adottata, si pone come nullo il Patrimonio Netto di partenza.

#### Immobilizzazioni Immateriali

Le immobilizzazioni immateriali sono composte da spese per riparazioni e manutenzioni sostenute nel corso degli anni sull'opificio. Coerentemente con quanto espresso all'interno della Relazione giurata ex art. 160, comma 2 L.F. redatta dal professionista incaricato Dott. Pierri Antonio, lo scrivente ritiene, in un'ottica prudenziale, di non valorizzare tale posta, per una rettifica in diminuzione sulla posta pari ad € 12.952.

## Immobilizzazioni Materiali

Le immobilizzazioni materiali sono state oggetto di valutazione peritale affidata all'Ing. Fiorentino Di Nardo, il quale ha reso la propria valutazione sul compendio aziendale costituito sia da macchine ed impianti per la lavorazione delle pelli che dalle rimanenze di magazzino (pelli) funzionali al ciclo produttivo.

La società, alla data di riferimento, è proprietaria delle seguenti categorie di immobilizzazioni materiali:

- Impianti e Macchinari;
- Attrezzature industriali e commerciali;
- Altri beni.

Il tutto, per un totale pari ad € 480.576 al netto dei vari fondi ammortamento.

La perizia dell'Ing. Di Nardo ha riconosciuto una valutazione complessiva dei cespiti pari ad € 230.100. Lo scrivente non ritiene ci siano motivi per discostarsi dalla valutazione espressa dal perito. Si specifica però, coerentemente sia con quanto espresso all'interno della Relazione giurata ex art. 160, comma 2 L.F. redatta dal professionista incaricato Dott. Pierri Antonio, sia con i presupposti dell'*assumption* di partenza, che il suddetto importo comprende anche i beni non dismessi e legati alla continuità aziendale per un totale pari ad € 42.020, la cui sottrazione all'importo totale va a determinare il valore finale delle immobilizzazioni materiali per un totale pari ad € 188.080, per una rettifica in diminuzione sul Patrimonio Netto pari ad € 292.496.

## Immobilizzazioni Finanziarie

Alla data di riferimento, le immobilizzazioni finanziarie sono costituite dalle quote nella società

SRLS possedute al 90% dalla \_\_\_\_\_ per € 9.000 e dai depositi cauzionali prestati

# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

in favore della Enel Energia Spa e Solofra servizi Spa per l'allaccio delle utenze per € 3.391, per un totale pari ad € 12.391.

Sulla base delle scritture contabili fornite alla data del 30/11/2021, è stata rilevata una variazione positiva dei depositi cauzionali pari ad € 49.500. Lo scrivente ha escluso tale posta dalla valutazione del compendio aziendale, in quanto tali crediti non costituiscono oggetto di trasferimento nell'ipotesi di cessione del ramo.

In virtù di quanto descritto, lo scrivente ha applicato alcuna rettifica in diminuzione a tale voce pari ad € 3.391, considerando nell'ottica valutativa soltanto la partecipazione in SRLS.

## Rimanenze di magazzino

Per le rimanenze, lo scrivente ha provveduto ad analizzare quanto riportato nella perizia dell'Ing. Fiorentino Di Nardo, datata Maggio 2022 (*v. supra* sulle Immobilizzazioni Materiali). Il valore attribuito alle giacenze di pelli ammonta ad € 415.000, rispetto ad un valore contabile di € 474.872 ed un effetto inflazione pari a € 31.341 (Istat aggiornato ad Aprile 2022).

Oltre alla rettifica del valore contabile, lo scrivente ha provveduto a considerare una ulteriore e prudenziale svalutazione del 15% sul valore di mercato (già inferiore al valore contabile) al fine di riflettere lo scenario di incertezza legato all'attuale contesto di mercato e di uscita dal periodo pandemico Covid-19.

Pertanto, le giacenze di magazzino sono state valorizzate ad € 352.750.

## Crediti

- Crediti verso clienti

L'analisi dei crediti verso clienti è stata eseguita partendo dalla situazione alla data di riferimento, quando la Società vantava crediti commerciali per € 1.162.891. Lo scrivente ha provveduto alla quadratura del partitario clienti e, dopo aver preso visione dei risultati raggiunti con la procedura di circolarizzazione effettuata dal professionista attestatore, ha provveduto ad un'analisi dell'esigibilità dei singoli crediti al fine di stabilire un importo rappresentativo dell'attivo realizzabile, basandosi



# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

sull'analisi dell'*ageing* del credito e sullo stato dell'azienda cliente (verifica partita IVA e verifica esistenza procedure concorsuali in corso).

Si riporta di seguito il dettaglio dei crediti, il cui importo ritenuto recuperabile è pari ad € 347.084.

Descrizione	Saldo al 12/01/2021	Saldo circolarizzato	Analisi Visure (Ultimo Protocollo)	Credito Recuperabile
NEW SKIN SRL	219.632	219.631		219.631
OFFICINA DELLE PELLI SRL	174.017	-		-
NEW TEAM LEATHER COMPANY S.R.L.	124.715	-		-
DMA SRL	112.305	-	28/05/2020	56.152
THE SISTERS' GLOVES SRL	80.689	-		-
SKINS LEATHER LTD BULGARIA	50.000	-		-
GAGI FURS DI GALLUCCI GIUSEPPE	49.561	-	03/03/2003	-
ENZO LEATHER JEWELS DI GIANNETTI ANDREA	47.061	-		-
WORLD TRADING SRL	45.694	-		-
DEAPELLI DI D'ALESSIO E. & C.SAS	37.893	-		-
BAVIELLO DANIELE	31.021	-	30/09/2013	15.510
ARTIGIANI DELLA PELLE DI MUROLO SILVIA	18.681	-		-
MARWAL S.R.L.	17.606	-		-
UNITED LEATHER INC	16.887	-		-
LUPUS S.A.C\ MANUEL CASTRO	14.275	-		-
LABEL 2009 DI CHESSA BRUNO	12.572	-		-
SUNSHINE FASHION DI ZHENG JING FENG	11.568	-		-
GLAMOUR LEATHERS SRL	10.300	-	13/08/2021	10.300
KAMRAN KHATIRI	10.000	-	22/06/2020	10.000
MAJESTIC LEATHER S.R.L.	9.760	-	05/08/2021	9.760
Gieffe SRL (Effetti attivi in portafoglio)	9.640	-		9.640
D.G.F. SRL A SOCIO UNICO	9.250	-		-
SUEDE & LEATHER PELLEROSSA S.R.L.	5.889	-		-
SKO Lader SRLS	5.755	5.755		5.755
CISOS SNC	5.459	-	18/11/2011	-
SARTORIA UMBRA DI PIELELUNGA L.	4.632	-		-
MAR PELLI SRL	4.558	-		-
MERCURY LEATHER S.L.	3.327	-		-
ELLEPI MODA SRL	2.796	-	04/03/2021	2.796
DE ANGELIS LEATHER DI DE ANGELIS ORLANDO	2.519	-	31/03/2014	-
SARA PELLI SRL	2.179	2.179		2.179
RAWPEL GMBH	1.989	-		-
DLG S.R.L. A SOCIO UNICO	1.980	-		-
ZENITH ITALIANA SRL	1.922	1.922		1.922
ACROPOLI PLANNING & BUILDING SRL	1.830	1.830		1.830
CONCERIA LEATHER WORLD S.R.L.	1.790	-		-



# Antonio Savino

Dottore commercialista - Revisore contabile

YOLE Q DI BALDUCCI LAURA	1.714	-		-
FAMAR GROUP SRL	1.609	-	10/07/2021	1.609
D.E.A.R. SRL	1.416	-		-
"ROSSO COBALTO S.R.L."	1.294	-		-
FASHION STUDIOS SAS	1.093	-		-
DMP LEATHER	948	-	24/05/2019	-
MIA UP SRL	842	842		-
FERRANTE SRL CALZ.	636	-		-
P.L.T. SRL CONCERIA	623	623		-
MUT SRL	588	-	25/12/2021	-
BARBATO PELLAMI S.R.L.	561	-		-
LETTIERI SRL	520	-		-
ARTPELL DI ATZORI	397	-		-
PELLS VIM SA	258	-		-
VIEMME LEATHER SRL	242	-		-
ALEA SHOES SRL	235	-	11/10/2021	-
R.P. CALZATURE DI VIRGILIO F.	172	-		-
DEL DUCA SRL	153	-		-
MARFUR S.R.L.	90	-		-
NUOVA P.R. SRL	67	-		-
PRADA S.P.A.	(886)	-		-
ARTEMENKO S.R.L.	(3.068)	-		-
Fondo svalutazione Crediti	(6.362)	-		-
<b>Totale Crediti v. Clienti</b>	<b>1.162.891</b>			<b>347.084</b>

Per i crediti verso clienti si rettifica quindi una variazione in diminuzione pari ad € 815.806.

- Crediti verso altri

La voce crediti verso altri è composta da anticipi verso fornitori per € 23.492, crediti verso INPS per € 1.007 e crediti pignorati presso banche per € 32.794, per un totale pari ad € 57.293. A seguito di un'analisi nel dettaglio, lo scrivente ha ritenuto applicare una rettifica negativa totale per la presente voce.

Nel dettaglio:

- Gli anticipi verso i fornitori sono stati rettificati completamente in quanto gli importi riguardano acconti su beni che non sono stati girocontati in contabilità;
- I crediti pignorati presso banche riguardano somme accantonate a seguito della notifica di pignoramento presso terzi. Tale posta è stata espunta poiché direttamente collegata allo stato di crisi.



- Crediti tributari

I crediti tributari sono pari ad € 5.394, composti principalmente dal credito per bonus legge n.66/2014 per € 5.394. Per la verifica effettuata all'interno della Relazione giurata ex art. 160, comma 2 L.F. redatta dal professionista attestatore Dott. Pierri Antonio, tale valore è stato rettificato ad € 2.852.

A seguito dell'attività di analisi svolta sulla situazione contabile si segnala l'esistenza di un credito IVA per € 6.644, che però chi scrive ritiene di non portare in rettifica rispetto all'importo descritto *supra*, data l'esistenza di un debito IVA significativo. Per i crediti tributari la rettifica totale è, quindi, una variazione negativa per € 2.542.

Per i crediti la rettifica totale in diminuzione è pari ad € 799.353.

Attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni

Alla data di riferimento, risultano immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni per € 18.000 inerenti ad un piano di accumulo di capitale (PAC) sottoscritto dalla società con Banca MPS. Nell'ambito della presente valutazione si è ritenuto applicare una rettifica negativa di tale voce per la natura stessa dello strumento finanziario in questione per il quale non è prevista una "cessione".

\* \* \* \* \*

Alla luce delle rettifiche al Patrimonio Netto esposte *supra*, per un totale di variazioni negative pari ad € 1.345.642, si è provveduto quindi alla determinazione del Patrimonio Netto Rettificato per € 942.605 come riportato nella tabella sottostante.

Determinazione Patrimonio netto rettificato PNR				
Patrimonio Netto Valutazione	Valore Contabile 12/01/2021	12.01.2021 aggiustato per l'inflazione	Rettifiche	Patrimonio Netto Rettificato
PN	-	-	-	-
Immobilizzazioni immateriali	12.952	12.952	-12.952	-
Immobilizzazioni materiali	480.576	512.294,02	-282.194	230.100
Immobilizzazioni finanziarie	12.391	13.208,81	-3.391	9.818

Rimanenze	474.872	506.213,55	-153.464	352.750
Crediti	1.225.578	1.225.578,00	-875.641	349.937
Attività Finanziarie	18.000	18.000,00	-18.000	-
Totale Patrimonio Netto	<b>2.224.369</b>	<b>2.288.246</b>	<b>-1.345.642</b>	<b>942.605</b>
<b>Inflazione Aprile 2022 su Anno (ISTAT)</b>		<b>6,6%</b>		

### 3. Conclusioni

Alla luce dell'incarico conferito allo scrivente e delle finalità della presente stima, potenziale cessione del ramo d'azienda, lo scrivente quantifica il valore del compendio aziendale della

RL Unipersonale, determinato mediante il metodo del Patrimonio Netto Semplice, considerate le dovute e specificate *assumption*, in €942.605.

La presente Relazione illustra le finalità e le limitazioni dell'esercizio estimativo, oltre alla relativa concreta esecuzione.

Con osservanza.

Avellino, li 30 maggio 2022.

dr. Antonio Savino



#### Elenco Allegati

1. Conferimento Incarico dott. Antonio Savino;
2. Perizia Dott. Antonio Pierri;
3. Perizia Ing. Fiorentino Di Nardo;
4. Bilancio 2017;
5. Bilancio 2018;
6. Bilancio 2019;
7. Relazione sulla situazione economico-patrimoniale aggiornata 2021;
8. Attestazione del piano di concordato;
9. Situazione contabile al 30.11.2021;
10. Partitari contabili (clienti e fornitori) aggiornati al 07.12.2021.