TRIBUNALE DI TREVISO
SEZIONE ESECUZIONI MOBILIARI

Esecuzione mobiliare n. RE 2369/2020

RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA E STIMA DEI BENI MOBILI

G.E. Dottoressa Francesca Vortali

ESPERTO STIMATORE: dott. Bruno Mesirca

Indice

1	Premesse	3
1.1	L'INCARICO	3
1.2	PREMESSE METODOLOGICHE	3
1.3	FONTI INFORMATIVE UTILIZZATE	4
2	La Società oggetto di valutazione	5
2.1	Struttura della società - Breve sintesi DELLE CARATTERISTICHE	5
2.2	Analisi DELL' ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO DELLA SOCIETA'	7
2.3	SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2020	8
3	La scelta del criterio di valutazione	12
3.1	I diversi possibili metodi di valutazione	12
3.2	I METODI BASATI SUI FLUSSI	12
3.3	I METODI BASATI SUI VALORI STOCK	13
3.4	I METODI MISTI	14
3.5	I METODI DI MERCATO	15
3.6	IL METODO ADOTTATO	15
4	La valutazione dell'azienda	17
4.1	OBIETTIVO	17
4.2	APPLICAZIONE DEL CRITERIO MISTO	17
5	Stima delle quote pignorate - sintesi	27

1 PREMESSE

1.1 L'INCARICO

Il sottoscritto dott. Bruno Mesirca, nato a Treviso (TV) il 29 novembre 1967, C.F. MSR BRN 67S29 L407E con studio in Treviso, viale Appiani n. 26, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Treviso e all'Albo dei Periti e dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Treviso¹, è stato nominato dal Tribunale di Treviso, in persona del G.E. dottoressa Francesca Vortali, in data 20.11.2020, nella causa n. R.G.E.M. 2369/2020 promossa da ██████████, in qualità di creditore pignoratizio dei titoli azionari della F.Ili Canil S.p.A. intestati per l'intero o per quota a ██████████ con l'incarico di quantificare il valore da attribuire ai titoli azionari pignorati della società F.Ili Canil S.p.A. (di seguito anche genericamente "società", per privacy), con sede in Loria (TV), cod. fisc. 01110370267, e capitale sociale di € 1.050.996,10.

Trattasi del titolo azionario n. 25 per 255 azioni da nominali € 516,46 cadauna (complessivamente € 131.697,30) intestato a ██████████ e del titolo azionario n. 26 per 4 azioni da nominali € 516,46 cadauna (complessivamente € 2.065,84) intestate a ██████████ (quota 6,36%), ██████████ (quota 23,41 %), ██████████ (quota 23,41 %), ██████████ (quota 23,41 %), e ██████████ (quota 23,41 %).

Le azioni pignorate costituiscono il 12,727273% del capitale sociale.

1.2 PREMESSE METODOLOGICHE

La determinazione del valore di mercato delle azioni rappresentative del capitale sociale non può prescindere dal valore del capitale economico della società, potendo eventualmente discostarsene in virtù di una serie di componenti e variabili (prevalentemente di natura soggettiva) che si possono riflettere sul prezzo di trasferimento delle azioni (tipicamente sconti di minoranza o premi di maggioranza, tempistica imposta per il trasferimento delle azioni, e garanzie fornite in sede di trasferimento della società).

L'analisi e l'applicabilità al caso specifico di questi correttivi di valore sarà esaminata al termine della presente stima, riservando alcune considerazioni anche al particolare momento di incertezza che il mondo intero sta attraversando legato all'emergenza epidemiologica da "COVID 19", mentre il nucleo centrale del lavoro sarà focalizzato sull'attività, "propedeutica", di stima del valore aziendale.

Tale attività sarà strutturata nelle seguenti fasi:

- identificazione del problema e suo inquadramento economico, aziendale, finanziario, societario-tributario, ecc.;
- approfondimento delle caratteristiche della società, articolato in:
 - analisi delle caratteristiche dell'impresa come premessa per una migliore analisi e interpretazione dei risultati economici, finanziari e competitivi anche in termini evolutivi relativi al periodo 2017-2020;
 - confronto dei dati patrimoniali e reddituali della società con quelli delle imprese operanti nello stesso settore;
 - analisi del profilo gestionale-strutturale della società;
 - analisi del profilo economico-finanziario della società relativo al periodo 2017-2020, come da bilanci depositati al Registro Imprese e situazioni contabili analitiche prodotte dalla società;
 - analisi del piano industriale-economico e finanziario relativo al periodo 2021-2023 prodotto dalla società;
 - scelta del criterio di valutazione applicabile al caso specifico;
- determinazione del valore economico della società.

¹ Iscritto all'albo dei Periti del Tribunale di Treviso nella categoria **contabilità** e nella categoria commerciale dal 4/3/1999.

1.3 FONTI INFORMATIVE UTILIZZATE

Coerentemente con le considerazioni effettuate, l'analisi è stata condotta prestando attenzione ad un insieme di informazioni ritenute fondamentali ai fini della determinazione del valore economico della società, e di conseguenza a quella delle azioni pignorate; informazioni di dominio pubblico, integrate con prospetti di dettaglio ed alcune ulteriori elaborazioni fornite dalla proprietà, dal *management* e dai professionisti di riferimento della società.

In particolare sono state prese in esame le seguenti fonti informative:

- bilanci d'esercizio destinati a pubblicazione della società relativi al periodo 2017-2020;
- bilancio di verifica relativi al 2020;
- visure camerali della società;
- documenti prodotti dal sistema di controllo gestionale interno della società e forniti dal management e dai professionisti (piani economico-finanziari, andamento fatturati, documentazione relativa alle attività patrimoniali, bilanci della società controllata);
- documenti scaricati da siti internet relativi a bilanci di imprese operanti nel settore della società;
- documenti scaricati da siti internet relativi ad analisi macro economiche, di mercato, di settore;
- documenti scaricati da siti internet per la determinazione dei tassi di mercato relativi al capitale di prestito e di rischio;
- estratti di riviste specialistiche riguardanti studi specifici in tema di valutazione d'azienda, strategia, finanza e controllo;
- Principi Italiani di Valutazione.

Con riferimento alla documentazione sopra riportata, fa presente che sono state effettuate alcune verifiche a campione, mentre non sono state effettuate procedure di revisione contabile, e i dati ottenuti (in particolare le risultanze dei bilanci), salvo alcuni controlli a campione, sono stati considerati veritieri in quanto già oggetto di controllo da parte del collegio sindacale che ha svolto, fino all'approvazione del bilancio 2020, anche la funzione di organo di revisione contabile.

Si precisa che la documentazione acquisita non verrà allegata alla presente perizia, tenuto conto dei dati e informazioni presenti e quindi per ragioni di riservatezza della società nei confronti dei competitors.

2 LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 STRUTTURA DELLA SOCIETÀ' - BREVE SINTESI DELLE CARATTERISTICHE

La società presenta un capitale sociale sottoscritto e interamente versato di Euro 1.050.996,10, ed una compagine sociale ristretta.

Di seguito si riporta l'elenco dei soci con le relative quote possedute:

Compagine Sociale	Quota	Valore nominale capitale sociale	Diritto	numero azioni
[REDACTED]	4,77%	50.096,62 €	Proprietà	97 a voto plurimo
[REDACTED]	30,86%	324.336,88 €	Proprietà	628
[REDACTED]	16,56%	174.047,02 €	Proprietà	337
[REDACTED]	16,56%	174.047,02 €	Proprietà	337
[REDACTED]	15,63%	164.234,28 €	Proprietà	318
[REDACTED]	2,90%	30.471,14 €	Proprietà	59
[REDACTED]	12,53%	131.697,30 €	Proprietà	255 (pignorate)
[REDACTED]				
[REDACTED]	0,20%	2.065,84 €	Proprietà	4 (pignorate)
Totale	100,00%	1.050.996,10 €		2035

Fonte visura società 22/12/2020

L'**assetto manageriale** della società si caratterizza per la presenza di un organo collegiale:

Composizione C.d.A	[REDACTED] – Presidente, [REDACTED] e [REDACTED] – Consiglieri Delegati
--------------------	--

Fonte: visura camerale società del 22/12/2020

Oggetto sociale e business principale

La società ha per oggetto le seguenti attività:

- la prestazione di servizi di trasporto nazionale ed internazionale di merci, sia con automezzi che mediante cassemobili, containers e ogni altro mezzo, nel rispetto della normativa vigente;
- la locazione e il noleggio di automezzi e/o di containers e/o di trattori e/o di cisterne e/o di cassemobili e/o di pianali e/o di rimorchi e/o di qualsiasi altro mezzo che, solo o in unione ad altri, permetta il trasporto nazionale e/o internazionale di merci, ivi compreso il trasporto di liquidi chimici pericolosi, pur sempre nel rispetto della normativa vigente;
- l'autotrasporto di merci in conto proprio e per conto terzi, compreso il trasporto di liquidi chimici pericolosi, pur sempre nel rispetto della normativa vigente;
- l'offerta di servizi di consulenza e/o di assistenza e/o di marketing e know-how nel settore dei trasporti, in ogni caso senza svolgere alcuna delle attività di cui alla legge 23.11.1939 n. 1815;
- La gestione di magazzini e/o di depositi, anche fiscali, per stoccaggio e/o per deposito temporaneo di prodotti di terzi, pur sempre nel rispetto della normativa vigente;
- la gestione di officina per conto proprio e/o di terzi, pur sempre nel rispetto della normativa vigente;
- l'esecuzione di ogni altra operazione accessoria ai trasporti nazionali ed internazionali, pur sempre nel rispetto della normativa vigente;
- le revisioni mezzi superiori a 35 quintali ad uso privato e conto terzi (banco prova);
- la distribuzione e commercializzazione di carburanti ad uso privato e verso terzi ed estesa anche al rifornimento degli automezzi del gruppo imprese, come previsto dall'art.2359 del c.c., e della società "f.lli canil sro";

- il lavaggio, sgrassaggio e disinfezione industriale interno ed esterno di autocisterne, autobotti e quanto altro simile ad uso privato e conto terzi. Ai fini del conseguimento dell'oggetto sociale, la società potrà inoltre compiere le seguenti attività, connesse e strumentali, indicate a titolo esemplificativo e non esaustivo:

- tutte le operazioni commerciali, comprese quelle di import-export, tutte le operazioni industriali, mobiliari, immobiliari e finanziarie, ritenute necessarie o utili dagli amministratori per favorire lo sviluppo e l'estensione della società;

- l'assunzione, diretta o indiretta, di partecipazioni e/o di interessenze in altre società', comportanti una responsabilità sia limitata sia illimitata, come nel caso di società in nome collettivo, società in accomandita semplice o imprese di qualunque natura aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio, complementare o strategicamente utile, sia in Italia che all'estero;

- Servizi amministrativi e commerciali a favore delle società partecipate e/o controllate e/o collegate per il raggiungimento di soluzioni reciprocamente utili od opportune per favorire lo sviluppo e l'estensione della società; - rilasciare e/o concedere fidejussioni, avalli, cauzioni, garanzie in genere, sia reali che personali, anche per obbligazioni di terzi, nei limiti e alle condizioni previste dalla legge;

- acquistare, vendere e permutare beni mobili, anche registrati, beni immobili, diritti reali e diritti immobiliari;

- stipulare contratti di mutuo con garanzie reali, anche a favore di terzi, potendo altresì ricorrere a qualsiasi forma di finanziamento con istituti di credito, banche, società, enti e privati, concedendo le opportune garanzie. Il tutto sia in Italia che all'estero.

Alla società sono comunque precluse le attività per il cui esercizio la vigente normativa in materia prevede una riserva di legge. In particolare, sono precluse, tra le altre:

- la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito, nonché le operazioni rientranti nell'attività bancaria secondo la vigente normativa;

- l'attività assicurativa;

- l'attività fiduciaria e di revisione;

- l'attività di circolazione di valori immobiliari e di sollecitazione al pubblico risparmio;

- l'attività di imprese editoriali;

- l'attività di fondi comuni di investimento mobiliare;

- l'attività di intermediazione mobiliare;

- l'attività di intermediazione finanziaria;

- l'attività di mediazione e di consulenza nella concessione di finanziamenti di cui alla legge 07/03/1996, n. 108;

- l'attività di tutela della concorrenza e del mercato.

Fonte: visura camerale società del 22/12/2020

Mercato di riferimento

Soprattutto l'Est Europa.

AMBIENTE COMPETITIVO

L'attività della società consiste nei trasporti stradali e combinati (ovvero trasporto intermodale) di prodotti chimici allo stato liquido (pericolosi), con mezzi adatti al trasporto di tutti i prodotti delle classi ADR, anche a temperature elevate.

Si inserisce nel più vasto comparto della logistica e dei trasporti, comparto che in Italia comprende, oltre ad alcune società per azioni di dimensioni rilevanti, quasi 19 mila Srl con poco più di 276 mila addetti e quasi 49 miliardi di fatturato. Il 33,5% di queste sono microimprese (società con fatturato pari o inferiore a 350 mila euro), mentre il 41,8% sono piccole imprese (società con fatturato

compreso tra 350 mila e 2 milioni di euro), il 20,5% sono medie imprese (società con fatturato compreso tra 2 e 10 milioni di euro) e il 4,2% sono grandi imprese (società con fatturato superiore a 10 milioni di euro). Complessivamente, il 75,3% del campione è rappresentato da micro e piccole imprese, ovvero le Srl per le quali il fatturato non supera i 2 milioni di euro.

Il maggior comparto è costituito dal Trasporto terrestre di merci, che rappresenta il 56,4% delle società di tutto il settore (quasi 11 mila società), impiega il 55,7% degli addetti e realizza il 52,3% dei ricavi, da cui un fatturato per addetto pari a 166 mila euro. Il Magazzinaggio e le attività di supporto ai trasporti è il secondo comparto più significativo, che è composto da quasi 6.500 imprese e rappresenta il 34% delle società del settore, il 30,2% degli addetti e il 38,6% dei ricavi. Con un fatturato per addetto di 226 mila euro è il comparto più significativo del settore. Per quanto riguarda la ripartizione territoriale, le performance migliori si registrano nel Nord-ovest (+7,9%), rispetto al Nord-est, in cui invece si registra la crescita più bassa del fatturato (+5,3%). Dal confronto con il 2018, risulta che nel Sud si registra un incremento del fatturato del 7,1%, comunque più basso se confrontato con l'anno precedente (+8,2%), mentre al Centro si registra un incremento del 5,5% rispetto al +6,4% dell'anno prima.

Per quanto riguarda l'andamento del settore, nell'anno pre-covid (2019) ha segnato, rispetto al 2018 oltre a un aumento degli addetti del 7,7%, un incremento dei ricavi del 6,7% e del valore della produzione del 6,5%, che si traducono in un aumento del valore aggiunto del 9,8%.

2.2 ANALISI DELL'ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO DELLA SOCIETA'

Al fine di effettuare una breve analisi dell'andamento economico-finanziario relativamente al periodo compreso tra il 2017 e il 2020 e di approfondire le dinamiche gestionali più significative, si riportano di seguito alcune rielaborazioni dei bilanci, iniziando dal Conto Economico a valore aggiunto (valori espressi in migliaia di Euro):

CONTO ECONOMICO	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
A) VALORE DELLA PRODUZIONE:				
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	26.678.897	28.447.429	27.276.584	25.283.204
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	106.543	301.480	258.769	393.769
5) Altri ricavi e proventi				
Contributi in conto esercizio	96.074	99.033	232.907	181.333
Altri	3.802.396	3.569.149	3.260.211	2.785.386
Totale altri ricavi e proventi	3.898.470	3.668.182	3.493.118	2.966.719
Totale valore della produzione	30.683.910	32.417.091	31.028.471	28.643.692
B) COSTI DELLA PRODUZIONE:				
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	1.050.151	1.394.872	1.447.242	1.465.255
7) Per servizi	23.503.837	25.072.558	24.124.407	21.850.707
8) Per godimento di beni di terzi	431.225	620.491	719.564	682.881
9) Per il personale:				
a) Salari e stipendi	2.141.990	1.999.680	1.892.605	1.862.353
b) Oneri sociali	639.300	709.226	610.195	607.397
c) Trattamento di fine rapporto	53.725	50.857	53.117	50.264
Totale costi per il personale	2.835.015	2.759.763	2.555.917	2.520.014
10) Ammortamenti e svalutazioni:				
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	16.708	20.380	16.979	13.794
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	1.133.373	1.011.175	795.909	685.799
d) Svalutazione crediti attivo circolante e disponibilità liquide	34.524	34.274	35.738	33.376
Totale ammortamenti e svalutazioni	1.184.605	1.065.829	848.626	732.969

11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	38.518	-78.162	-4.778	-24.282
14) Oneri diversi di gestione	358.933	230.278	335.479	255.459
Totale costi della produzione	29.402.284	31.065.629	30.026.457	27.483.003
Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)	1.281.626	1.351.462	1.002.014	1.160.689
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:				
15) Proventi da partecipazioni				
Altri	0	0	5.277	0
Totale proventi da partecipazioni (15)	0	0	5.277	0
16) Altri proventi finanziari:				
d) Proventi diversi dai precedenti				
Altri	31.911	43.541	12.757	12.795
Totale proventi diversi dai precedenti	31.911	43.541	12.757	12.795
Totale altri proventi finanziari	31.911	43.541	12.757	12.795
17) Interessi e altri oneri finanziari				
Altri	20.321	27.983	19.629	18.610
Totale interessi e altri oneri finanziari	20.321	27.983	19.629	18.610
17-bis) Utili e perdite su cambi	-555	-5.961	-8.160	-461
Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)	11.035	9.597	-9.755	-6.276
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE:				
18) Rivalutazioni	0	0	0	0
19) Svalutazioni:				
a) Di partecipazioni	36.164	393.197	354.685	190.628
Totale svalutazioni	36.164	393.197	354.685	190.628
Totale rettifiche di valore di attività e passività finanziarie (18-19)	-36.164	-393.197	-354.685	-190.628
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+-C+-D)	1.256.497	967.862	637.574	963.785
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate				
Imposte correnti	313.002	372.911	226.998	117.591
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	313.002	372.911	226.998	117.591
21) UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	943.495	594.951	410.576	846.194

Dall'analisi dei valori assoluti riportati nella tabella sopra esposta, si nota come gli aggregati presentino un andamento tendenzialmente in crescita nel corso del periodo considerato; crescita peraltro interrotta nel 2020 dall'evento straordinario "covid19"; la società nel corso del 2020 nonostante il calo (peraltro contenuto nella misura di poco più del 5% rispetto all'anno precedente) del fatturato, è comunque riuscita ad intervenire tempestivamente e ad operare in modo incisivo sui costi, tanto da chiudere l'esercizio con un utile decisamente significativo ed in notevole crescita (anche in rapporto al fatturato) rispetto all'anno precedente.

2.3 SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2020

Passando all'approfondimento delle principali grandezze patrimoniali, si presenta di seguito lo schema del rendiconto patrimoniale (valori espressi in migliaia di Euro).

STATO PATRIMONIALE ATTIVO	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI				

Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)	0	0	0	0
B) IMMOBILIZZAZIONI				
I - Immobilizzazioni immateriali				
7) Altre	33.954	50.662	55.982	49.319
Totale immobilizzazioni immateriali	33.954	50.662	55.982	49.319
II - Immobilizzazioni materiali				
1) Terreni e fabbricati	4.020.286	4.111.355	3.930.286	3.883.236
2) Impianti e macchinario	46.807	87.873	131.914	166.643
3) Attrezzature industriali e commerciali	2.213.252	2.966.552	2.315.540	2.054.071
4) Altri beni	273.234	281.481	366.289	483.260
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	819.959	143.500	945.243	0
Totale immobilizzazioni materiali	7.373.538	7.590.761	7.689.272	6.587.210
III - Immobilizzazioni finanziarie				
1) Partecipazioni in				
a) Imprese controllate	148.136	184.300	577.497	932.182
d-bis) Altre imprese	5.323	5.323	5.323	5.323
Totale partecipazioni (1)	153.459	189.623	582.820	937.505
2) Crediti				
d-bis) Verso altri	7.977	7.987	37.536	40.536
Esigibili oltre l'esercizio successivo	7.977	7.987	37.536	40.536
Totale Crediti	7.977	7.987	37.536	40.536
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	161.436	197.610	620.356	978.041
Totale immobilizzazioni (B)	7.568.928	7.839.033	8.365.610	7.614.570
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
I) Rimanenze				
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	330.010	368.528	290.366	285.588
Totale rimanenze	330.010	368.528	290.366	285.588
II) Crediti				
1) Verso clienti				
Esigibili entro l'esercizio successivo	6.749.903	6.624.762	6.950.084	6.441.195
Esigibili oltre l'esercizio successivo	0	76.354	76.354	87.802
Totale crediti verso clienti	6.749.903	6.701.116	7.026.438	6.528.997
2) Verso imprese controllate				
Esigibili entro l'esercizio successivo	518.301	989.923	529.881	6.546
Totale crediti verso imprese controllate	518.301	989.923	529.881	6.546
5-bis) Crediti tributari				
Esigibili entro l'esercizio successivo	264.295	212.903	265.515	200.314
Esigibili oltre l'esercizio successivo	0	1.842	1.842	1.842
Totale crediti tributari	264.295	214.745	267.357	202.156
5-quater) Verso altri				
Esigibili entro l'esercizio successivo	77.671	122.191	167.311	130.024
Totale crediti verso altri	77.671	122.191	167.311	130.024
Totale crediti	7.610.170	8.027.975	7.990.987	6.867.723

III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni				
Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	0	0
IV - Disponibilità liquide				
1) Depositi bancari e postali	1.888.309	292.308	517.305	684.445
3) Danaro e valori in cassa	2.874	3.151	2.497	3.249
Totale disponibilità liquide	1.891.183	295.459	519.802	687.874
Totale attivo circolante (C)	9.831.363	8.691.962	8.801.155	7.841.185
D) RATEI E RISCONTI	207.510	214.409	315.585	215.815
TOTALE ATTIVO	17.607.801	16.745.404	17.482.350	15.671.570

STATO PATRIMONIALE PASSIVO	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
A) PATRIMONIO NETTO				
I - Capitale	1.050.996	1.050.996	1.050.000	1.050.000
II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	0	0	0	0
III - Riserve di rivalutazione	2.464.281	2.464.281	2.464.281	2.464.281
IV - Riserva legale	210.200	210.000	210.000	210.000
V - Riserve statutarie	0	0	0	0
VI - Altre riserve, distintamente indicate				
Riserva straordinaria	1.936.196	1.341.444	931.864	685.670
Varie altre riserve	-1	-1	1	0
Totale altre riserve	1.936.195	1.341.443	931.865	685.670
VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	0	0	0	0
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	0	0	0	0
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	943.495	594.951	410.576	846.194
Perdita ripianata nell'esercizio	0	0	0	0
X - Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio	0	0	0	0
Totale patrimonio netto	6.605.167	5.661.671	5.066.722	5.256.145
B) FONDI PER RISCHI E ONERI				
1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	572.463	572.463	572.463	516.907
Totale fondi per rischi e oneri (B)	572.463	572.463	572.463	516.907
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO	238.375	249.716	264.277	312.226
D) DEBITI				
4) Debiti verso banche				
Esigibili entro l'esercizio successivo	0	415.140	931.676	427.874
Esigibili oltre l'esercizio successivo	3.436.630	2.970.666	2.439.626	1.957.818
Totale debiti verso banche (4)	3.436.630	3.385.806	3.371.302	2.385.692
7) Debiti verso fornitori				
Esigibili entro l'esercizio successivo	5.424.012	5.581.970	6.482.495	5.554.794
Totale debiti verso fornitori (7)	5.424.012	5.581.970	6.482.495	5.554.794
8) Debiti rappr.da titoli di credito				

Esigibili entro l'esercizio successivo	261	0	0	0
Totale debiti rappr. da titoli di credito	261	0	0	0
12) Debiti tributari				
Esigibili entro l'esercizio successivo	713.462	668.345	859.659	646.327
Totale debiti tributari (12)	713.462	668.345	859.659	646.327
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale				
Esigibili entro l'esercizio successivo	177.120	83.073	16.278	85.461
Totale debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale (13)	177.120	83.073	16.278	85.461
14) Altri debiti				
Esigibili entro l'esercizio successivo	169.341	163.272	533.774	578.200
Totale altri debiti (14)	169.341	163.272	533.774	578.200
Totale debiti (D)	9.920.826	9.882.466	11.263.508	9.250.474
E) RATEI E RISCONTI	270.969	379.088	315.380	335.818
TOTALE PASSIVO	17.607.801	16.745.404	17.482.350	15.671.570

Dallo schema sopra riportato si evince come l'attivo circolante sia cresciuto nel corso dell'intero periodo oggetto di osservazione, nonostante il valore del 2019 sia lievemente minore dell'anno precedente. La crescita nel periodo è strettamente legata all'aumento delle disponibilità liquide, frutto delle moratorie concesse per il "covid-19".

Il capitale immobilizzato, costituito principalmente da immobilizzazioni materiali, rimane sostanzialmente stabile come valore netto, in quanto l'incremento registrato nel corso del periodo oggetto di osservazione, dovuto a nuove acquisizioni, è compensato dagli ammortamenti effettuati nell'anno.

Con riferimento al passivo, questo è costituito prevalentemente da passività correnti (debiti verso fornitori), mentre tra le passività a lungo prevalgono quelle derivanti dai mutui contratti con gli Istituti bancari.

Per quanto riguarda il patrimonio netto, questo è cresciuto in modo costante nel corso del periodo considerato (salvo un decremento nel 2018 dovuto alla distribuzione di utili per Euro 600.000), passando da circa 5.250.000 ad oltre 6.600.000 Euro.

3 LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE

3.1 I DIVERSI POSSIBILI METODI DI VALUTAZIONE

La valutazione di un'impresa presenta difficoltà peculiari e notevolmente superiori a quelle richieste dalla valutazione di un qualsiasi altro tipo di investimento, sia per la complessità della stima dei flussi di ritorno dell'investimento nel capitale dell'impresa, sia per il problema della durata, in linea di principio indeterminata, che caratterizza un'azienda e che, necessariamente, comporta rilevanti conseguenze sul piano metodologico della valutazione, aumentando la difficoltà di determinazione delle stime e la possibilità di errori, approssimazioni e imprecisioni. La valutazione del capitale economico di un'azienda è un procedimento complesso, che richiede l'individuazione e la quantificazione di numerose variabili, al fine di riuscire ad esprimere un dato che tenga conto di tutte le leve fondamentali di creazione del valore presenti e del loro impatto sui risultati producibili.

La dottrina economico-aziendale e la pratica operativa hanno elaborato nel tempo una grande varietà di procedimenti di stima, che presentano impostazioni di fondo e caratteristiche anche profondamente diverse tra di loro.

Volendo operare una prima classificazione, si ritiene opportuno presentare una breve sintesi dei principali metodi di valutazione, illustrando per ognuno di essi l'approccio teorico di riferimento e il criterio specifico da cui discendono.

Approccio	Criterio di valutazione	Metodo
Valore basato sui flussi di risultato	Flussi reddituali Flussi finanziari	Reddituale Finanziario
Valore basato sullo stock di beni	Capitale netto a valori correnti	Patrimoniale semplice Patrimoniale complesso
Valore basato su una combinazione di valori stock e flussi	Misto	Misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell'avviamento
Valori dedotti dal mercato o dall'esperienza	Multipli di borsa Transazioni simili	Dei multipli di borsa Delle transazioni comparabili

Va tenuto presente che ogni criterio genera normalmente in sede applicativa una pluralità di metodi di calcolo, a seconda del modo con cui vengono definiti e misurati i flussi, in base alla considerazione di orizzonti temporali limitati o infiniti, di redditi previsionali analitici o sintetici, etc..

Di seguito si analizzano le caratteristiche peculiari delle metodologie di valutazione più diffuse nella pratica, evidenziando, ove possibile, punti di forza e di debolezza dei diversi approcci.

3.2 I METODI BASATI SUI FLUSSI

Gli approcci basati sui flussi di risultato giungono alla determinazione del valore aziendale partendo dal presupposto che un'azienda vale per i risultati (siano essi economici o finanziari) che è in grado di generare in futuro. I risultati attesi devono inoltre essere riportati ad oggi (cioè al momento della stima) mediante un processo di attualizzazione. Pertanto, i metodi di valutazione riconducibili a questa impostazione teorica individuano il valore del capitale d'azienda andando ad attualizzare quelli che sono i flussi futuri previsti. Le principali tecniche di valutazione che si rifanno all'approccio basato sui flussi di risultato sono il metodo finanziario e quello reddituale.

IL METODO FINANZIARIO

Adottando la metodologia di matrice finanziaria, il valore di un'impresa viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla stessa. Il concetto di fondo da cui muove questa metodologia di calcolo è che per qualsiasi investitore ciò che conta sono i flussi di cassa futuri attesi; ne deriva, pertanto, che il valore economico del capitale corrisponde al valore attuale dei dividendi che l'azionista presume di poter ricevere in futuro, utilizzando come tasso di attualizzazione il rendimento che l'investitore potrebbe conseguire impiegando altrimenti il capitale investito.

Il metodo finanziario può essere adottato secondo l'approccio *asset side* o *equity side*. Con il metodo *asset side*, il valore dell'azienda si ottiene attraverso la sommatoria di tutti i flussi di cassa operativi attualizzati utilizzando come tasso di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale proprio e di terzi (WACC). Con il metodo *equity side*, i flussi finanziari da attualizzare sono costituiti non più dai flussi di cassa operativi, ma dai flussi finanziari che spettano agli azionisti, mentre il tasso di attualizzazione tiene conto solo del costo del capitale proprio.

IL METODO REDDITUALE

L'approccio reddituale assume che il valore dell'impresa possa essere determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali: ipotizza, quindi, la presenza di un nesso causale tra flussi reddituali e valore economico.

Anche per il metodo reddituale è possibile proporre la distinzione tra l'approccio basato sui flussi reddituali per gli azionisti (orientato al Risultato Netto - *equity side*), che permette la diretta individuazione del valore del capitale economico, e il metodo basato sui flussi reddituali operativi (orientato al Risultato Operativo - *asset side*) che, scontati ad un tasso pari al WACC, conducono alla valutazione del valore dell'intera azienda, dal quale dovrà poi essere sottratto il valore di mercato dei debiti.

L'utilizzo di metodologie basate sui flussi di risultato attesi richiede, in ogni caso, l'individuazione di una serie di elementi, che vengono di seguito commentati:

Parametro	Commento
Orizzonte temporale	L'utilizzo di un orizzonte temporale infinito risponde al concetto di impresa come istituto atto a perdurare nel tempo; tuttavia, orizzonti temporali molto lontani rendono oltremodo difficoltosa la stima dei risultati futuri attesi o, comunque, lasciano spazio ad ampi margini di discrezionalità del soggetto chiamato ad operare: la valutazione dell'impresa. D'altro canto, orizzonti temporali eccessivamente ravvicinati rischiano di rendere poco significativa la valutazione in quanto non tengono conto dei risultati producibili nel medio periodo.
Risultati futuri attesi	Tale variabile risulta strettamente collegata con quella precedente: su orizzonti temporali brevi è infatti possibile operare delle previsioni sufficientemente attendibili e analitiche, mentre spostandosi su periodi medio-lunghi si rende necessario operare con delle stime sintetiche, calcolate su base incrementale rispetto alle previsioni analitiche. L'impiego di risultati storici si legittima solo se tali risultati vengono ritenuti la migliore approssimazione dei risultati attesi.
Tasso di attualizzazione	Sia operando con flussi di risultato per gli azionisti, che con flussi operativi, la quantificazione del tasso di attualizzazione rappresenta un altro elemento di difficoltà, in particolare per quanto concerne il costo del capitale di rischio, in quanto mancano sul mercato, specie per le piccole e medie imprese, parametri in grado di guidare l'analista alla quantificazione di tale valore. Le soluzioni adottate consistono così prevalentemente nella quantificazione di tassi free-risk da incrementarsi di un premio per il rischio valutato in relazione alle condizioni del settore e/o della specifica impresa.

3.3 I METODI BASATI SUI VALORI STOCK

Rispetto ai metodi elencati in precedenza, il metodo patrimoniale ha come fondamento il semplice riaggiustamento delle componenti attive e passive dello stato patrimoniale a valori correnti di mercato. Il valore di un'azienda è sostanzialmente legato al valore dei singoli beni di cui essa è composta; sommando algebricamente il valore di mercato dei singoli elementi patrimoniali, si può ottenere il valore dell'azienda evitando complessi calcoli matematici e ottenendo un risultato facilmente verificabile e attendibile.

La mancanza di razionalità del metodo è evidente ove solo si rifletta sul fatto che la valutazione prescinde completamente da qualsiasi informazione relativa alla capacità di creare positivi flussi di risultato. Tuttavia, la prospettiva patrimoniale può venire recuperata sia con finalità di verifica (in ottica prudentiale) delle risultanze dell'applicazione di altre metodologie di valutazione, sia per costituire la base di elaborazioni successive (come verrà illustrato trattando dei metodi misti), sia infine per la valutazione diretta di alcune particolari tipi di imprese, il cui valore di mercato si può

considerare incorporato in quello di alcuni beni patrimoniali di loro proprietà (tipicamente società immobiliari di gestione).

Nell'ambito dell'approccio patrimoniale, si distinguono due diverse modalità di applicazione: il metodo patrimoniale semplice e il metodo patrimoniale complesso.

IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio della valutazione analitica di singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale, considerando solo i beni materiali. In particolare, gli elementi patrimoniali attivi vengono rettificati sulla base dei valori correnti di riacquisto, mentre quelli passivi vengono determinati sulla base dei valori correnti di estinzione. Il valore patrimoniale così determinato coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella data.

IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

A differenza del metodo patrimoniale semplice, il metodo patrimoniale complesso prevede la valutazione dei cosiddetti "intangibles" o "beni immateriali" a disposizione dell'azienda. Si tratta di elementi quali marchi, licenze, tecnologie, know-how, ecc., che sono stati acquisiti o sviluppati internamente da una società e che rappresentano una componente di peso spesso determinante per il successo di un'impresa, ma che non trova adeguata rappresentazione nelle informazioni contabili e nei bilanci societari, venendo così ignorata o sottovalutata.

3.4 I METODI MISTI

I metodi misti rappresentano il risultato della ricerca di un equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità (proprie della componente patrimoniale) e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi di risultato e dei relativi rischi. In particolare, la quantificazione di questi componenti viene effettuata attraverso la determinazione di un valore ulteriore rispetto a quello dei beni patrimoniali, definito avviamento. In linea teorica, l'avviamento corrisponde alla differenza tra il risultato di una stima reddituale e il valore patrimoniale: nelle aziende redditizie questo valore dovrebbe risultare positivo, mentre in quelle non redditizie dovrebbe essere negativo. Nella formulazione classica (approccio *equity side*), il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *Goodwill* (avviamento) determina il valore dell'azienda come la somma tra il capitale netto rettificato e il valore dell'avviamento, quantificato come il valore attuale per un periodo di tempo limitato o illimitato, di una rendita data dalla differenza tra il reddito medio normale atteso per il futuro e il reddito medio conseguibile nel settore considerato, dato un investimento di ammontare pari al capitale netto rettificato. Matematicamente la formula è così esprimibile:

$W = K + (R - iK) \frac{a_n}{i}$	
W =	Valore capitale netto
K =	Capitale netto rettificato
R =	Reddito medio normale atteso per il futuro
N =	Orizzonte temporale (considerando che la possibilità per l'azienda di godere di un avviamento positivo, dovrebbe essere una condizione non duratura per l'intervento di fenomeni di replicazione da parte dei concorrenti, il periodo di riferimento non dovrebbe essere infinito, ma legato alla residua capacità dell'impresa di generare sovraredditi).
i =	Tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato
i =	Tasso di attualizzazione del sovrareddito

La versione classica ora presentata è stata soggetta nel tempo a numerose variazioni e affinamenti: ad esempio il valore di K è stato integrato con la stima dei beni immateriali, utilizzando un approccio tipico del metodo patrimoniale complesso.

La dottrina si è posta poi il problema di inquadrare la valutazione d'azienda anche sotto un altro approccio denominato *asset side* e che richiama in buona parte la teoria dell'EVA. Tale metodologia prevede:

- la sostituzione del valore di K con il capitale operativo rettificato sulla base dei valori correnti delle attività, ovvero somma dell'attivo fisso a valori di mercato e del capitale circolante netto;
- la sostituzione del valore di R con il risultato operativo atteso per un numero definito e limitato di anni al netto delle imposte;
- la sostituzione di "r" con il tasso di remunerazione normale attesa per il capitale operativo, corrispondente al WACC;
- la sottrazione del valore dell'indebitamento finanziario netto calcolato sulla base del valore di mercato dei debiti, dal valore complessivamente ottenuto.

3.5 I METODI DI MERCATO

I metodi di mercato sono una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un punto di vista completamente diverso rispetto agli approcci tradizionali dei valori flusso e dei valori stock. I metodi di mercato non si basano, infatti, su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore di un'impresa direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi fatti segnare dalle negoziazioni borsistiche, o da studi empirici condotti su campioni di imprese appositamente selezionate.

IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA

Il metodo dei multipli di borsa giunge alla determinazione del valore del capitale aziendale, sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Lo scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati a individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. In pratica, il valore di una determinata azienda è stimato prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore e giudicate omogenee. Definito il campione di società i cui prezzi di mercato sono noti, si calcola un rapporto tra tale valore e quello di una variabile che si ritiene esplicativa dello stesso, normalmente data da una misura di performance. Il rapporto così definito, moltiplicato per l'ammontare della variabile della società oggetto di indagine, conduce alla stima del relativo valore.

IL METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

Per ciò che concerne, invece, l'approccio delle transazioni comparabili, esso si differenzia dal metodo dei moltiplicatori di borsa per il fatto che trae i propri dati di calcolo, non da listini ufficiali, ma dalle negoziazioni avvenute al di fuori del mercato formalmente riconosciuto. Il prezzo per azione si desume direttamente dalle risultanze della compravendita. Il problema principale legato a questo tipo di approccio è la difficoltà nel reperire un campione di aziende sufficientemente rappresentativo, per cui è spesso necessario riferirsi, nella ricerca delle transazioni, ad un arco temporale superiore alla singola annualità. È evidente che anche tali criteri si prestano a condizionamenti di tipo soggettivo: se da un lato si può far ricorso a dati oggettivamente individuati, dall'altro non si deve dimenticare che la stima è pur sempre sostenuta da un fondamento analogico e la scelta delle stesse aziende comparabili può essere frutto di arbitrarie considerazioni (forzature) che certo potrebbero finire anche con l'invalidare tutto il processo valutativo.

3.6 IL METODO ADOTTATO

Ai fini della determinazione del valore del patrimonio nel caso oggetto di analisi, si ritiene opportuno applicare il **metodo patrimoniale misto nella versione equity side**. Si ricorda che con l'utilizzo di tale metodo, il valore dell'azienda è determinato come somma tra il patrimonio netto rettificato dell'azienda da valutare (K) e l'avviamento, inteso come il valore attualizzato della sommatoria degli extra profitti generati dall'impresa lungo un arco temporale predefinito. Tale approccio valutativo si

caratterizza per la capacità di attribuire un'adeguata rilevanza tanto agli aspetti patrimoniali quanto agli elementi di natura economica e tale peculiarità lo rende – oltre che particolarmente adatto alla valutazione di aziende operanti in condizioni di equilibrio economico e stabilità della struttura degli impieghi - largamente impiegato per la valutazione delle PMI.

L'adozione del metodo patrimoniale misto si concretizza nello sviluppo delle seguenti fasi:

- una fase ricognitiva, la cui finalità è quella di pervenire all'individuazione analitica della composizione qualitativa del patrimonio, che emerge dalla situazione contabile consegnata dalla società;
- una fase valutativa della società nel suo complesso, il cui obiettivo è quello di pervenire alla definizione dei criteri di valutazione da utilizzare e all'assegnazione dei valori attuali (intesi nell'accezione di valori correnti) per ciascuna posta individuata e alla successiva stima dell'avviamento.

Si perviene quindi nella fase finale di questo processo valutativo alla valutazione delle azioni, che costituiscono solo una quota parte e devono essere valutate nell'ottica di una vendita all'asta.

4 LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

4.1 OBIETTIVO

L'obiettivo del capitolo è procedere con l'applicazione del criterio di valutazione indicato in precedenza. Si riportano, nel seguito, la descrizione ed il valore attribuito ai beni e alle altre poste contabili facenti parte del patrimonio della società, specificando, di volta in volta, il criterio di valutazione utilizzato. L'articolazione delle fasi della valutazione viene di seguito riassunta:

A. Determinazione del patrimonio netto rettificato dell'azienda a valori di mercato (K)	Comporta la riespressione a valori correnti dei valori ricompresi nel patrimonio aziendale
B. Stima dell'avviamento	È composta da quattro sotto-fasi che richiedono specifiche elaborazioni
i. Periodo di attualizzazione (n)	Consiste nella determinazione dell'orizzonte temporale sul quale vengono proiettate le previsioni dei futuri risultati d'impresa
ii. Tasso di attualizzazione (i)	Comporta l'individuazione di un tasso sulla base del quale attualizzare i risultati reddituali differenziali ai fini del calcolo dell'avviamento
iii. Reddito netto atteso (R)	Consiste nello stimare il risultato netto atteso, sulla base del quale valutare l'esistenza di avviamento
iv. Tasso di redditività medio atteso (KE)	Comporta la stima del tasso medio di rendimento atteso per il settore inteso come costo opportunità del capitale proprio
C. Applicazione della formula matematica	Determinazione del valore finale dell'azienda mediante somma algebrica dei valori individuati (A+B)

4.2 APPLICAZIONE DEL CRITERIO MISTO

A. Determinazione del patrimonio netto rettificato dell'azienda a valori di mercato.

Lo scrivente è chiamato innanzitutto all'individuazione dei singoli elementi che compongono il patrimonio aziendale per attribuire a ciascuno di essi il valore da utilizzare per la determinazione del valore complessivo del patrimonio, indicando distintamente i criteri di valutazione applicati.

Punto di partenza per la redazione della presente perizia è rappresentato dalla situazione patrimoniale della società alla data del 31.12.2020.

STATO PATRIMONIALE	31/12/2020
A) CREDITI VERSO SOCI	0
B) IMMOBILIZZAZIONI	7.568.928
I - Immobilizzazioni immateriali	33.954
II - Immobilizzazioni materiali	7.373.538
1) Terreni e fabbricati	4.020.286
2) Impianti e macchinario	46.807
3) Attrezzature industriali e commerciali	2.213.252
4) Altri beni	273.234
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	819.959
III - Immobilizzazioni finanziarie	161.436
1a) Partecipazioni in imprese controllate	148.136

1b) Partecipazioni in altre imprese	5.323
2) Crediti vs altri	7.977
C) ATTIVO CIRCOLANTE	9.831.363
I) Rimanenze- Materie prime, sussidiarie e di consumo	330.010
II) Crediti	7.610.170
1) Verso clienti	6.749.903
2) Verso imprese controllate	518.301
5-bis) Crediti tributari	264.295
5-quater) Verso altri	77.671
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0
IV - Disponibilità liquide	1.891.183
1) Depositi bancari e postali	1.888.309
3) Danaro e valori in cassa	2.874
D) RATEI E RISCONTI	207.510
TOTALE ATTIVO	17.607.801
A) PATRIMONIO NETTO	6.605.167
I - Capitale	1.050.996
III - Riserve di rivalutazione	2.464.281
IV - Riserva legale	210.200
VI - Altre riserve	1.936.195
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	943.495
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	572.463
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO	238.375
D) DEBITI	9.920.826
4) Debiti verso banche	3.436.630
7) Debiti verso fornitori	5.424.012
8) Debiti rappr.da titoli di credito	261
12) Debiti tributari	713.462
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	177.120
14) Altri debiti	169.341
E) RATEI E RISCONTI	270.969
TOTALE PASSIVO	17.607.801

ATTIVO

Immobilizzazioni immateriali - € 33.954

Le immobilizzazioni immateriali sono costituite dalle voci "oneri pluriennali" e "costi ampliamento/ammodernamento su altri beni terzi".

A parere dello scrivente, gli importi iscritti nella situazione contabile (costo storico al netto delle quote di ammortamento stanziato secondo un apposito piano), sono sicuramente "recuperabili" secondo quanto previsto dai principi OIC. Pertanto conferma il valore di bilancio

Immobilizzazioni materiali - € 7.373.538

Con riferimento alle immobilizzazioni materiali, le stesse sono rilevate in contabilità sulla base dei seguenti valori:

	Terreni e fabbricati	Impianti e macchinario	Attrezzature industriali e commerciali	Altre immobilizzazioni materiali	Immobilizzazioni materiali in corso e acconti	Totale Immobilizzazioni materiali
Valore di inizio esercizio						
Costo	2.975.675	828.225	12.146.463	1.166.540	143.500	17.260.403
Rivalutazioni	1.941.701	0	0	0	0	1.941.701
Ammortamenti (Fondo ammortamento)	806.021	740.352	9.179.911	885.059	0	11.611.343
Valore di bilancio	4.111.355	87.873	2.966.552	281.481	143.500	7.590.761
Variazioni nell'esercizio						
Incrementi per acquisizioni	0	2.945	273.588	61.568	819.959	1.158.060
Decrementi per alienazioni dismissioni (del valore di bilancio)	0	0	74.634	23.776	143.500	241.910
Ammortamento dell'esercizio	91.069	44.011	952.254	46.039	0	1.133.373
Totale variazioni	-91.069	-41.066	-753.300	-8.247	676.459	-217.223
Valore di fine esercizio						
Costo	4.917.376	832.273	12.307.455	1.216.774	819.959	20.093.837
Ammortamenti (Fondo ammortamento)	897.090	785.466	10.094.203	943.540	0	12.720.299
Valore di bilancio	4.020.286	46.807	2.213.252	273.234	819.959	7.373.538

La valorizzazione dei singoli beni è stata effettuata applicando il criterio del costo d'acquisto, (rivalutato per il solo immobile di Loria come sotto specificato) rettificato attraverso l'accantonamento di opportune quote di ammortamento annuali.

L'immobile sito in Loria che ospita la sede sociale, amministrativa e operativa (uffici, officina meccanica per automezzi pesanti, magazzino, lavaggio automezzi e relativi locali accessori, area scoperta di pertinenza adibita a spazio di manovra automezzi) è stato rivalutato applicando le leggi di rivalutazione monetaria n. 349/2000 e n. 2 del 2.1.2009.

Altri beni (un terreno di oltre 25.000 mq sito in Slovenia e la nuda proprietà del 50% di un immobile civile a Loria) sono frutto di acquisti abbastanza recenti.

Più risalente è invece l'acquisto (anno 2004) di un terreno edificabile a Erbe (VR).

Per nessuno degli immobili, e nemmeno per tutti gli altri beni materiali, compresi gli autoveicoli e i rimorchi, la società ha ritenuto di avvalersi della facoltà di effettuare la rivalutazione prevista dal D. L. 104/2020, né solo civilistica, né con valenza fiscale (quest'ultima prevedeva il pagamento del 3% sul maggior valore attribuito).

Dalla nota integrativa relativa al bilancio chiuso al 31 dicembre 2020, si rileva inoltre l'esistenza di alcuni contratti di leasing in corso per gli automezzi. I beni - salvo cinque autovetture - non sono iscritti nell'attivo, stante l'adozione da parte della società (conformemente ai principi OIC) del metodo patrimoniale di contabilizzazione.

Considerato l'attuale ipotetico valore di mercato dei beni, indicato da esperti del settore e rilevato su siti internet specializzati, confrontato con i valori iscritti a bilancio o con il residuo valore dei contratti di leasing, si ritiene di iscrivere nell'attivo societario un plusvalore di Euro 900.000,00 (lordo), al netto di una componente fiscale che viene stimata pari al 20% del valore stesso. Il maggior valore di iscrizione è quindi pari a Euro 720.000,00.

Immobilizzazioni finanziarie - € 161.436

Le immobilizzazioni finanziarie sono costituite quanto ad Euro 7.977 da crediti per depositi cauzionali e quanto a complessivi Euro 153.459 dalla partecipazione in un'impresa controllata e da partecipazioni in altre imprese. La partecipazione nella società controllata F.Ili Canil Int. S.r.o. è iscritta nell'attivo per un valore pari a Euro 148.136, mentre la partecipazione in Trasposervizi srl è meno significativa ed ha un valore contabile pari a Euro 5.323 (minore tra costo di acquisto e valore di mercato). Con riferimento a quest'ultima partecipazione, e al credito di Euro 7.977 lo scrivente ritiene di poter confermare quanto indicato nella situazione contabile.

Con riferimento, invece, alla partecipazione in F.Ili Canil Int. S.r.o. (iscritta in contabilità al costo di acquisto/sottoscrizione, incrementato del maggior valore attribuito ai contratti di leasing degli automezzi), lo scrivente ha ritenuto necessario procedere ad una svalutazione specifica della stessa, sempre riferita alla data del 31 dicembre 2020, per tener conto dell'effetto fiscale indotto dal maggior valore attribuito ai leasing. La valutazione della partecipazione, eseguita con tale modalità ha portato ad un valore di Euro 128.000, valore che viene assunto ai fini della perizia in sostituzione del valore netto contabile.

Rimanenze - € 330.010

Le rimanenze, costituite per la totalità da materie prime, sussidiarie e di consumo, sono state iscritte nella situazione contabile al 31.12.2020 ad un valore di Euro 330.010, corrispondente al minore tra costo di acquisto/produzione e presumibile valore di realizzo. Considerando l'ammontare e la tipologia delle stesse (trattasi prevalentemente di carburanti, pneumatici e altri pezzi di ricambio per gli automezzi) lo scrivente conferma il valore di bilancio.

Crediti

▲ **Crediti verso clienti - € 6.749.903**

I crediti presenti nella situazione contabile al 31.12.2020 sono costituiti da voci di importo consistente, per un valore complessivo di Euro 6.749.903, vantati verso clienti sia italiani che esteri. Lo scrivente, esaminata la documentazione di supporto fornita dalla società e considerato che l'iscrizione in bilancio è stata oggetto di verifica da parte dell'organo di controllo, ritiene di confermare ai fini del presente documento gli importi iscritti in contabilità al 31.12.2020 sulla base del valore di presumibile realizzo, in quanto rappresentativo del reale valore corrente.

▲ **Crediti verso imprese controllate - € 518.301**

La voce "crediti verso imprese controllate" è costituita dal credito nei confronti della società controllata F.lli Canil Int. S.r.o. per Euro 518.301, società con la quale intrattiene scambi commerciali con volumi molto elevati. Anche per questa posta dell'attivo lo scrivente esaminata la documentazione di supporto fornita dalla società e considerato che l'iscrizione in bilancio è stata oggetto di verifica da parte dell'organo di controllo, ritiene di confermare ai fini del presente documento gli importi iscritti in contabilità al 31.12.2020 sulla base del valore di presumibile realizzo, in quanto rappresentativo del reale valore corrente.

▲ **Crediti tributari - € 264.295**

I crediti tributari iscritti nella situazione contabile al 31.12.2020 sono costituiti integralmente da crediti verso l'Erario, prevalentemente per Iva.

Lo scrivente ritiene di poter confermare l'importo iscritto anche ai fini della presente perizia.

▲ **Crediti verso altri - € 77.671**

I crediti verso altri sono composti da anticipi ai dipendenti in c/spese e da contributi L. Sabatini, entrambe voci iscritte in bilancio al valore nominale.

Lo scrivente, esaminata la documentazione di supporto fornita dalla società e considerato che l'iscrizione in bilancio è stata oggetto di verifica da parte dell'organo di controllo, ritiene di confermare ai fini del presente documento gli importi iscritti in contabilità al 31.12.2020.

Disponibilità liquide - € 1.891.183

Le disponibilità liquide presenti nella situazione contabile al 31.12.2020 sono composte essenzialmente dalla cassa contanti e dai saldi attivi di conto corrente per un valore complessivo di Euro 1.891.183.

Lo scrivente ha riconciliato a campione i dati contabili dei conti correnti bancari con l'effettiva disponibilità di tali somme risultante dagli estratti conto; la conferma dell'attendibilità del dato contabile è comunque indirettamente garantita dall'esito positivo dei riscontri dell'organo di controllo. Sulla base dei riscontri eseguiti, lo scrivente ritiene di poter confermare i valori, pari al nominale, riportati nella situazione contabile al 31.12.2020.

Ratei e risconti attivi - € 207.510

In tale voce, a norma dell'art. 2424 bis del Codice Civile, vengono iscritti i proventi di competenza dell'esercizio esigibili in esercizi successivi e i costi sostenuti entro la chiusura dell'esercizio, ma che non sono di competenza dello stesso. Al 31.12.2020 la Società ha contabilizzato ratei e risconti attivi per un importo di Euro 207.510. Lo scrivente ritiene di confermare il valore iscritto in contabilità.

PASSIVO

Fondi rischi e oneri - € 572.463

I fondi rischi e oneri presenti nella situazione contabile al 31.12.2020 ammontano a Euro 572.463 e comprendono unicamente il Fondo di Trattamento Fine Mandato per gli amministratori.

Tale accantonamento è destinato a coprire un debito di natura certa di cui è indeterminata la data di sopravvenienza. Lo scrivente ritiene di assumere l'importo indicato in contabilità.

TFR di lavoro subordinato - € 238.375

Per quanto riguarda il trattamento di fine rapporto, lo scrivente ha riscontrato il saldo contabile a fine 2020 con quello determinato dal consulente del lavoro della società. Il valore contabile, è assunto ai fini della presente perizia.

Debiti

▲ Debiti verso banche - € 3.436.630

L'importo dei debiti verso banche, iscritto in contabilità per Euro 3.436.630, è pari al valore nominale e trova conferma nei documenti di riscontro consultati; è stato inoltre oggetto di verifica da parte dell'organo di controllo e viene pertanto assunto anche ai fini della presente perizia.

▲ Debiti verso fornitori - € 5.424.012

L'importo dei debiti verso fornitori al 31.12.2020 è pari a Euro 5.424.012. Come precedentemente fatto per i crediti, lo scrivente ha controllato a campione la corretta rilevazione dei debiti commerciali, sulla base del loro valore di estinzione. Accertata la corretta iscrizione dei valori esposti, lo scrivente ritiene di poter confermare il valore di bilancio anche ai fini della presente perizia.

▲ Debiti rappresentati da titoli di credito - € 261

il valore iscritto nella situazione contabile viene confermato anche ai fini della presente perizia.

▲ Debiti tributari - € 713.462

I debiti tributari presenti al 31.12.2020 ammontano a Euro 713.462:

Lo scrivente ha eseguito riscontri a campione con la documentazione fiscale esibita dalla Società. Operati i riscontri contabili e accertata la corretta iscrizione del valore esposto in bilancio, lo scrivente ritiene di poter confermare tale ammontare anche ai fini della presente perizia.

▲ Debiti verso istituti previdenziali e di sicurezza sociale - € 177.120

La voce ha un importo complessivo di Euro 177.120, che lo scrivente ritiene di poter confermare anche ai fini della presente perizia, considerando le poste per il loro valore nominale.

▲ Altri debiti - € 169.341

Tale posta accoglie diverse posizioni per un valore complessivo di Euro 169.341, che lo scrivente ritiene di poter confermare tale ammontare anche ai fini della presente perizia.

Ratei e risconti passivi - € 270.969

Trattasi in particolare di ratei passivi per Euro 198.909 e di risconti passivi per Euro 72.060. Come per la posta dell'attivo, lo scrivente ritiene di poter confermare il valore di bilancio anche ai fini della presente perizia.

Ad esito delle verifiche eseguite, si riporta la seguente tabella:

STATO PATRIMONIALE	Contabile	Rettificato
A) CREDITI VERSO SOCI	0	0
B) IMMOBILIZZAZIONI	7.568.928	8.260.792
I - Immobilizzazioni immateriali	33.954	33.954
II - Immobilizzazioni materiali	7.373.538	8.093.538
1) Terreni e fabbricati	4.020.286	4.020.286
2) Impianti e macchinario	46.807	46.807
3) Attrezzature industriali e commerciali	2.213.252	2.933.252
4) Altri beni	273.234	273.234

5) Immobilizzazioni in corso e acconti	819.959	819.959
III - Immobilizzazioni finanziarie	161.436	133.300
1a) Partecipazioni in imprese controllate	148.136	128.000
1b) Partecipazioni in altre imprese	5.323	5.323
2) Crediti vs altri	7.977	7.977
C) ATTIVO CIRCOLANTE	9.831.363	9.831.363
I) Rimanenze- Materie prime, sussidiarie e di consumo	330.010	330.010
II) Crediti	7.610.170	7.610.170
1) Verso clienti	6.749.903	6.749.903
2) Verso imprese controllate	518.301	518.301
5-bis) Crediti tributari	264.295	264.295
5-quater) Verso altri	77.671	77.671
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0
IV - Disponibilità liquide	1.891.183	1.891.183
1) Depositi bancari e postali	1.888.309	1.888.309
3) Danaro e valori in cassa	2.874	2.874
D) RATEI E RISCONTI	207.510	207.510
TOTALE ATTIVO	17.607.801	18.299.665
A) PATRIMONIO NETTO	6.605.167	7.297.031
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	572.463	572.463
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO	238.375	238.375
D) DEBITI	9.920.826	9.920.826
4) Debiti verso banche	3.436.630	3.436.630
7) Debiti verso fornitori	5.424.012	5.424.012
8) Debiti rappr. da titoli di credito	261	261
12) Debiti tributari	713.462	713.462
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	177.120	177.120
14) Altri debiti	169.341	169.341
E) RATEI E RISCONTI	270.969	270.969
TOTALE PASSIVO	17.607.801	18.299.665

Il dato così determinato tuttavia non include il risultato in corso di formazione dell'esercizio 2021, rispetto al quale non è possibile operare gli opportuni riscontri analitici e puntuali ma che, comunque, sembrerebbe confermare il trend positivo.

Il valore di patrimonio netto rettificato ai fini della presente perizia è quindi pari a Euro 7.297.031,00, arrotondato ad **Euro 7.300.00,00**.

B. Determinazione dell'avviamento e del valore dell'azienda.

1. Individuazione del periodo di attualizzazione

Come descritto in precedenza, la determinazione dell'avviamento si fonda sulla capitalizzazione dei sovraredditi prodotti dall'impresa in un arco temporale di durata limitata, corrispondente al tempo per il quale si ipotizza che le condizioni generatrici di tali redditi possano persistere. La stima di tale periodo ha visto in passato prevalere atteggiamenti fortemente prudenziali, che prevedevano valori oscillanti tra i tre e i cinque anni. Nel tempo, invece, la crescente rilevanza attribuita agli elementi reddituali ha spinto ad una revisione di tali stime, tanto che in alcuni casi, caratterizzati da una redditività stabile e da un'incertezza contenuta circa l'evoluzione del mercato, si giunge a prevedere un periodo ben superiore ai cinque anni.

Nel caso dell'impresa oggetto di valutazione, la scelta del periodo è evidentemente legata sia al settore di attività (trasporti su strada e intermodali), sia alle peculiarità della sua struttura, ancora fortemente incentrata sulle capacità personali e sul lavoro quotidiano di chi vi opera. In tale contesto, considerato quindi sia l'assetto organizzativo che le attuali prospettive del mercato, ritiene ragionevole proporre un orizzonte temporale di analisi dell'avviamento compreso tra i 3 e i 5 anni (periodo medio normalmente utilizzato), senza spingersi fino ai 10 anni (periodo massimo indicato dalla migliore letteratura): si considera quindi un periodo di **5 anni incluso il 2021**.

2. Il tasso di attualizzazione

Per quanto riguarda il tasso da utilizzare, trattandosi di un semplice indice di attualizzazione, si ritiene che esso possa essere stimato pari al puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e quindi, equiparato al tasso di rendimento di un titolo di stato a medio/lungo termine, assimilabile ad un titolo privo di rischio. Assunte le opportune informazioni sul mercato il valore del tasso viene, quindi, quantificato pari allo **1%**, in linea con il rendimento medio per un BTP a media scadenza.

3. Il risultato netto atteso

Al fine di procedere alla stima dei risultati netti attesi da utilizzare nella stima dell'avviamento, lo scrivente ha esaminato in primis l'andamento storico aziendale (in particolare con i dati degli ultimi quattro anni), tenendo conto comunque dei trend manifestati dai dati storici, e quindi l'andamento del fatturato dei primi 8 mesi dell'anno corrente.

Ha quindi esaminato il piano di sviluppo economico-finanziario redatto dalla società per il periodo 2021-2023. Ha poi elaborato un proprio scenario per il periodo 2020 - 2025 che prende in considerazione condizioni di sviluppo in linea con il trend di evoluzione attesa del settore di operatività, tenendo anche presente l'andamento storico aziendale.

Nella formulazione del piano sono stati considerati i seguenti elementi e fonti informative:

- rielaborazioni storiche 2017-2020;
- piano elaborato dalla società;
- situazione macroeconomica;
- scenari macro-economici attesi per i prossimi anni in termini generali e con specifico riferimento al settore di operatività dell'azienda.

Calcolando la media ponderata del reddito netto dei 4 esercizi precedenti (attribuendo un peso del 70% al 2020 e del 10% a ciascuno dei 3 esercizi precedenti), emerge un reddito medio annuo di € 787.000,00.

Le proiezioni sviluppate per il quinquennio 2021 – 2025, nell'ipotesi di un incremento medio del valore della produzione del 5% annuo (considerato anche l'effetto dell'inflazione), di un mantenimento nelle stesse percentuali (rapportate al valore della produzione) dei costi variabili – salvo un incremento percentuale dei costi dei carburanti, dei carreggi automezzi, dei pezzi di

ricambio degli automezzi e dei leasing, e mantenendo invariati i costi fissi di struttura, portano ad reddito medio annuo atteso che supera di poco gli € 800.000,00.

Pertanto, sulla base dei dati storici e prospettici, il **reddito medio annuo atteso** ammonta ad € **800.000,00.**

4. Il tasso di redditività medio atteso

Ulteriore problema da affrontare per ottenere il valore stimato della Società sulla base del modello di riferimento adottato in questa sede, è l'individuazione di un tasso di remunerazione del capitale proprio investito in azienda, calcolato sulla base del rendimento di attività con grado di rischio analogo a quello dell'oggetto da valutare. Il costo del capitale proprio è stato determinato, seguendo le indicazioni di larga parte della letteratura aziendale, secondo la metodologia CAPM. In particolare, la formula applicata è stata la seguente:

$$K_e = K_f + (K_m - K_f) \cdot \beta$$

Dove:

$K_f =$	Tasso di remunerazione degli investimenti senza rischio (risk-free)
$K_m - K_f =$	Premio medio riconosciuto dal mercato agli investimenti sul mercato azionario rispetto agli investimenti risk-free
$\beta =$	Fattore di rischio specifico del settore in cui opera l'impresa analizzata

Per quanto riguarda il **tasso di remunerazione degli investimenti senza rischio**, esso è stimato pari al puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e quindi, equiparato al tasso di rendimento di un titolo di stato a medio termine; nel caso specifico il valore è quantificato in **1 %**.

Per quanto riguarda il fattore β , esso rappresenta l'indicatore rappresentativo del rischio dell'investimento nel capitale di rischio di un'impresa operante in un determinato settore. Tale parametro è stato inizialmente stimato sulla base dei dati rilevati su un panel di aziende (comparables).

La ricerca per individuare tale campione di soggetti indipendenti comparabili è stata condotta mediante l'utilizzo di siti specializzati. Al fine di applicare i criteri di selezione per individuare le società comparabili ci si è avvalsi delle funzionalità di ricerca disponibili all'interno del database. La ricerca è stata poi raffinata al fine di selezionare le società da includere nel campione dei soggetti comparabili. Il panel è stato costruito utilizzando i seguenti criteri:

- Aziende quotate appartenenti al settore trasporti con Headquarter in Europa;
- Ordinamento delle aziende risultanti per fatturato, così da individuare quelle con un fatturato più vicino alla società da valutare;
- Identificazione delle aziende con una *business description* simile a quella della società da valutare.

Il valore del beta *unlevered* è stato alla fine identificato in **0,46**.

Il parametro così quantificato non viene direttamente assunto ai fini del calcolo, in quanto è necessario procedere alla sua rettifica per tenere conto della rischiosità specifica aggiuntiva dell'impresa, dovuta all'esistenza dell'indebitamento finanziario.

Partendo dal β *unlevered* ricavato in precedenza, lo scrivente ha proceduto a "re-leverare" tale β (vedi formula seguente) **considerando un rapporto DEBITO/EQUITY in proporzione 0,3**.

$$\beta_L = \beta_U \cdot (1 + (1-t) \cdot D/E)$$

In merito alla scelta della proporzione 0,3 si precisa come sia condiviso in dottrina che il rapporto D/E da utilizzare nel calcolo non deve necessariamente corrispondere, né a quello contabile alla data della valutazione, né tantomeno a un rapporto del tutto teorico e completamente svincolato da quello attuale. La proporzione adottata dallo scrivente appare comunque sufficientemente coerente con l'effettivo rapporto tra livello di indebitamento finanziario e valore reale dell'*equity*. Ai fini del calcolo del β "re-levered", è stata considerata un'aliquota fiscale pari al **24%**, percentuale coerente con l'attuale livello di imposizione del reddito delle società di capitali. Applicando la formula si ottiene:

$$\beta_L = 0,46 \cdot (1 + (1 - 0,24) \times 0,3) = 0,56$$

Infine, il parametro del **premio medio richiesto per investimenti sul mercato azionario** rispetto ad investimenti risk-free, è stato quantificato nella misura del **6,48%** considerando la stima evidenziata in un recente studio di AIM Italia.

Applicando la formula in precedenza esposta, il **costo del capitale proprio** risulta pari a **4,66%**.

$$K_E = 1\% + (0,56 \times 6,48\%) = 4,66\%$$

Applicazione della formula matematica

Ottenuto anche l'ultimo parametro, è possibile procedere al calcolo dell'avviamento e alla successiva determinazione del capitale economico dell'azienda.

$$W = K + (R - i'K) \text{ an } i$$

$$W = 7.300.000 + (800.000 - 4,66\% \times 7.300.000) 5 | 1\% = 9.531.560$$

Sulla base della metodologia di stima proposta, il **valore dell'azienda**, è stimato in Euro 9.531.560, arrotondato a **9.500.000,00**.

Dal valore del capitale economico aziendale è a questo punto possibile derivare il valore delle azioni, sulla base della percentuale di partecipazione sul patrimonio complessivo. Tale ammontare potrebbe essere rettificato in funzione di una serie di componenti e variabili, quali *in primis* il grado di controllo sul capitale, considerando premi di maggioranza o sconti di minoranza. Sull'argomento ad oggi, nella prassi e nella letteratura aziendale, non è emerso un criterio generale condiviso di stima di tali correttivi; di fatto è la specifica fattispecie di mercato a determinare l'esistenza e l'incidenza di eventuali premi o sconti, che divengono quindi "funzione del differenziale di benefici e di rischi di ciascun livello di valore" (Commento PIV III.4.1).

Nel caso specifico, considerata la particolare distribuzione del capitale tra i soci, si ritiene che tale rettifica appaia necessaria e comporti una **riduzione del 10%** del valore della quota rispetto alla frazione del valore complessivo, trattandosi di quota di minoranza in società a ristretta base azionaria e priva di mercato attivo (illiquida).

Una ulteriore **riduzione del 20%** del valore della quota rispetto alla frazione del valore complessivo si rende poi necessaria per tener conto della specificità della vendita forzata, che non offre tutte le garanzie di una normale vendita.