

Salvatore Buscemi

Dottore Commercialista
Revisore Legale

Stima del valore del ramo d'azienda
di proprietà del fallimento

MANIFATTURA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

18 gennaio 2019

Salvatore Buscemi

Il sottoscritto Salvatore Buscemi, nato a Milano il 13 aprile 1975, Dottore Commercialista, iscritto dal 9 ottobre 2002 al numero 4498 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano, Revisore Legale dei Conti, iscritto al numero 128443 dell'apposito registro con D.M. 9 aprile 2003, pubblicato sulla G.U. 18 aprile 2003 numero 31, iscritto all'albo dei Periti del Tribunale di Milano al n. 10844, domiciliato presso il proprio studio in Milano, viale Monte Nero 17, Codice Fiscale BSC SVT 75D13 F205A, incaricato dal curatore del fallimento Manifattura S.r.l. in liquidazione (Tribunale di Milano - R.G. 331/2018), dott. Balza Giuseppe, previa apposita autorizzazione dell'Ill.mo Giudice Delegato dott.ssa Caterina Macchi, del giorno 11 luglio 2018, di stimare il valore del ramo d'azienda di proprietà della predetta fallita, espone quanto segue.

INDICE

1.	Premessa.....	4
1.1	Oggetto dell'incarico	4
1.2	Documentazione esaminata.....	4
1.3	Data di riferimento dell'operazione.....	5
1.4	Descrizione della situazione alla data di redazione della perizia di stima	5
2.	Metodologia seguita e attività svolta	7
2.1	Difficoltà e limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico.....	7
2.2	La valutazione del ramo d'azienda	9
2.2.1	<u>I metodi di valutazione d'azienda</u>	9
2.2.2	<u>Il metodo reddituale</u>	10
3.	Conclusioni.....	14
	Allegati:	15

1. Premessa

1.1 Oggetto dell'incarico

Oggetto dell'incarico conferito allo scrivente è la relazione di stima del valore del ramo d'azienda di proprietà di fallimento "Manifattura S.r.l. in liquidazione".

1.2 Documentazione esaminata

Ai fini della redazione della seguente relazione, sono stati richiesti ed ottenuti, direttamente dal curatore fallimentare, i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini della predisposizione della presente relazione. La documentazione esaminata è stata la seguente:

1. Verbale liquidatore;
2. Visura ordinaria del 23 aprile 2018;
3. Opposizione decreto ingiuntivo Zerouno;
4. Verbale nomina amministratore;
5. Determina scioglimento;
6. Contratto affitto ramo d'azienda;
7. Contratto Adventures;
8. Pagamenti dei contro garanti;
9. Situazione al 31 dicembre 2017;
10. Bilancio 2014;
11. Bilancio 2015;
12. Bilancio 2016;

Salvatore Buscemi

13. Elenco creditori al 31 dicembre 2017;

14. Elenco debitori al 31 dicembre 2017;

15. Partitario fornitori 2018;

16. Mastrino clienti 2016;

17. Mastrino clienti 2017;

18. Mastrino clienti 2018;

19. Istanza di fallimento;

20. Elenco fornitori Fraizzoli;

21. Elenco clienti Fraizzoli;

22. Fascicoli di bilancio anni 2009, 2010, 2011, 2012, 2013;

23. Libro cespiti.

La presente relazione rappresenta pertanto il migliore risultato che lo scrivente è riuscito ad ottenere con quanto messo a sua disposizione.

1.3 Data di riferimento dell'operazione

La data di riferimento delle stime prese a base della presente perizia è il giorno 11 luglio 2018, data di conferimento dell'incarico allo scrivente da parte degli organi della procedura.

1.4 Descrizione della situazione alla data di redazione della perizia di stima

La società risulta aver cessato la propria attività nel momento in cui, il giorno 27 marzo 2018, ha sottoscritto un con-

Salvatore Buscemi

tratto di affitto di ramo d'azienda con la società Fraizzoli 1923 S.r.l.. Nel medesimo contratto l'affittuaria si è impegnata ad acquistare l'azienda al termine dell'affitto ad un prezzo determinato.

Il presente lavoro ha quindi lo scopo di determinare il valore dell'azienda in un periodo compreso tra la data di sottoscrizione del contratto ed il conferimento dell'incarico, per consentire agli organi della procedura di poter assumere le determinazioni del caso rispetto alla cessione dell'azienda in questione.

2. Metodologia seguita e attività svolta

Il lavoro svolto, come sopra esposto, concerne quindi la stima del valore dell'azienda di proprietà di Manifattura S.r.l. in liquidazione.

2.1 Difficoltà e limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico

Lo scrivente ha utilizzato i metodi di valutazione condivisi dalla più ampia e autorevole dottrina, incontrando le problematiche ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi.

Giova ricordare che le previsioni relative alle *performance* operative e reddituali degli esercizi futuri, per loro natura, contengono elementi di incertezza, a maggior ragione in una società fallita nella quale si chiede di determinare il valore a distanza di circa un anno dalla cessazione dell'attività da parte della fallita.

I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato il ricorso ad una pluralità di scelte nell'ambito di differenti scenari valutativi, l'adattamento dei parametri individuati, inclusa l'identificazione di specifici fattori correttivi e la sensibilità dei risultati alle ipotesi di lavoro formulate.

Salvatore Buscemi

Nel caso in esame va segnalato inoltre che:

1) La situazione economico-patrimoniale al 31 dicembre 2017 non è stata considerata in quanto contiene dati con uno scostamento ritenuto "anomalo" rispetto alla media degli anni precedenti - i risultati della valutazione delle rimanenze a fine anno hanno generato una perdita dell'esercizio di Euro 3.283.500, rispetto ad un risultato medio dei precedenti esercizi negativo di circa Euro 150.000;

2) I dati utilizzati ai fini della presente valutazione sono pertanto quelli al 31 dicembre 2016, al 31 dicembre 2015, al 31 dicembre 2014, 31 dicembre 2013, 31 dicembre 2012;

3) Per effetto della normalizzazione dei redditi della società sono state epurate le seguenti voci di costi: spese di rappresentanza e di pubblicità, emolumenti corrisposti ai membri del consiglio di amministrazione, svalutazioni generiche, minusvalenze e sopravvenienze passive, sconti e altri costi generici minori;

4) Il contratto di affitto di ramo d'azienda non comprendeva tutti i contratti attivi della fallita; in particolare non comprendeva il contratto stipulato in data 10 febbraio 2017 tra Manifattura Fraizzoli S.r.l. ed Italo S.p.A.. Ciononostante, l'affittuaria Fraizzoli 1923 S.r.l. pare aver continuato a rifornire il cliente

Salvatore Buscemi

sfruttando i cartamodelli citati nel predetto contratto.

Per tale motivo il valore di tale contratto, pur non ricompreso nel ramo d'azienda oggetto di affitto e della presente valutazione, include il valore economico del fatturato generato dal contratto con Italo.

2.2 La valutazione del ramo d'azienda

Il sottoscritto ha elaborato la perizia sulla base della documentazione disponibile e sopra dettagliatamente descritta.

2.2.1 I metodi di valutazione d'azienda

La dottrina ha elaborato nel tempo differenti metodologie per la valutazione di un'azienda in ipotesi di funzionamento, tra le quali:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale - reddituale;
- il metodo del costo;
- i metodi empirici (metodo dei multipli, dei valori di borsa, *inch methods*, ecc.).

Ognuno di tali metodi presenta punti di forza e di debolezza: la scelta dell'uno o dell'altro deve dunque essere operata in considerazione delle specificità dell'azienda che si valuta, del settore in cui la stessa opera, della completezza e dell'attendibilità delle informazioni disponibili, nonché del-

Salvatore Buscemi

lo scopo e delle caratteristiche della valutazione.

Nel caso di specie lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare per la valutazione dell'azienda in esame il metodo reddituale, in considerazione del fatto che l'informazione economica è stata ritenuta maggiormente idonea fornire una valorizzazione del tipo di attività svolta, non disponendo la fallita di rilevanti immobilizzazioni.

2.2.2 Il metodo reddituale

Tale criterio ha l'obiettivo di attualizzare i flussi economici attesi dell'azienda in un orizzonte temporale definito.

Il dato di partenza per il calcolo è rappresentato dall'EBITDA (*earning before interest, taxes, depreciation and amortizations*), di cui si dirà tra breve, che tuttavia è una rappresentazione incompleta ed "inquinata" del risultato economico; a tal fine il flusso contabile in parola è rettificato ed integrato attraverso il processo di normalizzazione, che consente di non tener conto dei risultati economici anomali che si verificano durante la normale vita aziendale (prevalentemente oneri e proventi straordinari e costi e ricavi non direttamente afferenti la gestione caratteristica).

Il dato contabile utilizzato dallo scrivente è, come poc'anzi richiamato, l'EBITDA normalizzato come desumibile dai bilanci 2016, 2015, 2014, 2013, 2012.

Salvatore Buscemi

Il criterio in parola si fonda sull'applicazione della seguente formula:

$$W = R \cdot n \cdot i$$

Dove:

R = EBITDA medio normale;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione è la risultante della seguente formula:

$$i = i_r + (i_a \times \beta)$$

dove:

i_r = tasso free risk, ovvero il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio, ed è stato assunto nella stessa misura del tasso di un investimento privo di rischio;

i_a = premio di rischio, ovvero il tasso differenziale che è stato assunto per esprimere il maggior rischio dell'investimento nell'attività oggetto di valutazione rispetto a quello di rendimento degli investimenti privi di rischio;

β = rischio specifico del settore di appartenenza.

Nel seguito si riportano i dati economici come ricalcolati:

Conto Economico Riclassificato	2016	2015	2014	2013	2012
Ricavi dalle vendite	3.293.697,00	3.363.529,00	3.124.080,00	3.395.143,00	3.600.978,00
Variazione delle rimanenze	216.773,00	- 169.373,00	- 130.166,00	- 49.110,00	86.316,00

Incr. immob. per lavori interni	94.470,00	45.305,00			
Altri ricavi	26.846,00	19.737,00	11.246,00	86.852,00	22.816,00
Tot. comp. positivi	3.631.786,00	3.259.198,00	3.005.160,00	3.432.885,00	3.710.110,00
Acquisto mat. consumo e vendita	936.584,00	707.465,00	723.693,00	798.407,00	900.630,00
Servizi	1.129.459,00	1.028.398,00	941.108,00	1.044.709,00	1.137.416,00
Godimento beni di terzi	135.735,00	121.403,00	115.180,00	117.061,00	116.022,00
Salari e stipendi	1.176.868,00	1.061.409,00	1.020.376,00	1.083.652,00	1.066.535,00
Oneri sociali	336.232,00	329.608,00	328.291,00	332.292,00	337.122,00
TFR	89.179,00	84.464,00	87.164,00	93.172,00	104.498,00
Altri costi	7.634,00	13.354,00	7.520,00	6.420,00	5.211,00
Variatione delle rimanenze	-357.408,00	106.221,00	21.736,00	81.948,00	35.904,00
Oneri diversi di gestione	26.856,00	73.522,00	20.337,00	21.502,00	19.593,00
Svalutazione crediti					
Tot. comp. negativi	3.481.139	3.525.844	3.265.405	3.579.163	3.722.931
Normalizzazione	57.255,87	250.216,48	86.772,08	115.990,72	106.420,11
EBITDA normalizzato	207.902,87	-16.429,52	-173.472,92	-30.287,28	93.599,11

Per poter applicare il metodo sopra descritto si individuano di seguito i coefficienti e i tassi di riferimento:

Tasso FREE RISK "i_r" = 2,70 Tasso per i B.T.P. a 10 anni emissione del 28 dicembre 2018

Premio di rischio "i_a" = 7,27 per il mercato italiano - fonte Damodaran "Country Default Spreads and Risk Premiums" - last updated January 2018

Coeff. BETA "β" = 1,02 per il settore di riferimento (appare-
rel) - fonte:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

In base a tali valori, il **tasso di attualizzazione "i"** è pari

a 10,12.

Il valore economico dell'azienda (W), pari alla sommatoria degli EBITDA normalizzati, ammonta alla sommatoria dei redditi normalizzati attesi attualizzati:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EBITDA medio	16.262									
Coefficiente di attualizzazione	1,101154	1,21254	1,33519	1,47025	1,61898	1,78274	1,93607	2,16165	2,38030	2,62108
EBITDA attualizzato	14.769	13.412	12.180	11.061	10.045	9.122	8.284	7.523	6.832	6.204

L'utilizzo del metodo reddituale ha pertanto portato il sottoscritto, con le ipotesi illustrate nelle pagine precedenti, ad attribuire all'azienda il seguente valore:

(W) = 99.432

Tale valore può essere arrotondato ad Euro 99.000,00 (novantanovemila/00).

Salvatore Buscemi

3. Conclusioni

Per comodità si riassumono qui di seguito le conclusioni, più ampiamente illustrate e dettagliate nelle pagine precedenti, cui il sottoscritto è giunto in conclusione del lavoro svolto.

Con riferimento a quanto richiesto nell'istanza autorizzata con decreto dall'Ill.mo Giudice delegato, sulla base della documentazione esaminata, delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e della portata del lavoro svolto, lo scrivente ritiene ragionevole stimare in **Euro 99.000,00 (novantanovemila/00)** il valore d'azienda di proprietà di Manifattura S.r.l. in liquidazione.

Milano, 18 gennaio 2019

Salvatore Buscemi

(Dottore Commercialista - Revisore Contabile)



Allegati:

1. Bilancio d'esercizio della fallita chiuso al 31 dicembre 2012 e al 31 dicembre 2013;

2. Bilancio d'esercizio della fallita chiuso al 31 dicembre 2014;

3. Bilancio d'esercizio della fallita chiuso al 31 dicembre 2015;

4. Bilancio d'esercizio della fallita chiuso al 31 dicembre 2016;

5. Situazione contabile al 31 dicembre 2017;

6. Condizioni economiche ultima asta BTP 10 anni del 28 dicembre 2018.