



OFFICINA FOTO-GRAFICA SAS



Valutazione del ramo di azienda

Mantova, lì 02/04/2024

A cura di:

Avv. Virgilio Sallorenzo



SOMMARIO

<u>1. OBIETTIVO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE</u>	<u>3</u>
Base Informativa utilizzata	4
Data di riferimento della valutazione	4
Cenni sui criteri di valutazione.....	4
<u>2. LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO.....</u>	<u>8</u>
2.1. Cenni storici sulla società ed evoluzione	8
2.1.1. Affitto d'azienda e liquidazione giudiziale	10
2.2. Attività e aree di business.....	13
2.2.1 Brevi cenni sull'attività di pre-stampa, stampa off-set e stampa digitale	14
<u>3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO</u>	<u>18</u>
3.1 I Bilanci storici	18
<u>3.2. I BILANCI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS</u>	<u>21</u>
3.2.1. Le Assumptions	21
<u>3.3. L'ANALISI DEI BILANCI.....</u>	<u>21</u>
3.3.1. Analisi economica.....	21
3.3.2 Analisi Patrimoniale e Finanziaria	23
3.3.3. La Normalizzazione degli aggregati economici	26
3.3.5. La determinazione del tasso di interesse.....	29
<u>4. IL PROCESSO VALUTATIVO.....</u>	<u>31</u>
4.1 L'analisi condotta. Metodo Reddittuale.....	31
4.2 La metodologia: Reddittuale.....	32
<u>5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI</u>	<u>34</u>
5.1 Il calcolo del valore generale	34

1. OBIETTIVO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE

Il sottoscritto Avv. Virgilio Sallorenzo,

[redacted] nella sua qualità come in atti redige la presente relazione di stima al fine di individuare il valore di mercato del ramo di azienda di OFFICINA FOTO-GRAFICA [redacted], ora in liquidazione giudiziale, con sede in Piacenza, [redacted] codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Piacenza [redacted] Repertorio Economico Amministrativo n° PC-115053, avente ad oggetto l'attività di fotocomposizione e definizione strutturale su pellicola e cliché del linguaggio grafico.

Tale stima si rende necessaria per valutare l'adequatezza dell'offerta irrevocabile di acquisto da formularsi da parte di [redacted] quale soggetto affittuario nel contratto di affitto di ramo di azienda di imminente stipula con OFFICINA FOTO-GRAFICA [redacted]

Assunte le necessarie informazioni ed espletati i richiesti accertamenti, illustrerò nel prosieguo il contenuto e le modalità tecniche del processo valutativo applicato al caso in esame.

La valutazione ha tenuto conto dei dati economici, patrimoniali e finanziari, riportati nei bilanci relativi agli esercizi 2018-2021. Si precisa che tali dati e informazioni, sono stati assunti senza alcuna richiesta circa la loro congruità, correttezza, completezza e validazione. Detta valutazione si è fondata sui suddetti elementi storici e non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi né di eventi e condizioni, endogeni ed esogeni, successivi alla data di riferimento della valutazione. Le caratteristiche organizzative e produttive della Società, l'ambito competitivo e gli sviluppi attesi nel mercato di riferimento sono stati unicamente discussi con la Direzione della Società.

Base Informativa utilizzata

La Base Informativa è stata strutturata con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore di mercato dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

I dati risultano da diverse tipologie di analisi, quali analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari, analisi strategica, con riferimento al quadro macroeconomico e di settore, analisi dei Mercati Finanziari, con riferimento a banche dati per i Beta, rendimenti di portafoglio, tassi free-risk, misure storiche e prospettiche per l'ERP, analisi di informazioni Patrimoniali, riferite alle attività materiali, a specifici intangibles, ad attività e passività finanziarie, eventuale analisi di acquirenti potenziali, latenti, dormienti e dei valori delle sinergie, analisi delle Società e delle Transazioni comparabili.

L'indagine è stata condotta utilizzando dati e informazioni contabili ed extra-contabili messe a disposizione dalla procedura, e reperiti su specifiche banche dati, man mano citate e documentate.

Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2021.

Cenni sui criteri di valutazione

La teoria economico-aziendale ha configurato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore attribuibile al patrimonio aziendale. Le tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si connettono alle ipotesi assunte per la loro determinazione. Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione tipica, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento.

La configurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori di bilancio fornisce la nozione di capitale di bilancio o di

funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto di bilancio che, a sua volta, può essere suddiviso nelle parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuiti al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, ma sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri ricavi di realizzo e i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale. Il capitale di liquidazione può essere inteso come un aggregato di valori determinato configurando la liquidazione per stralcio, cioè vendendo ogni singola attività ed estinguendo tutte le passività dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione, di cui esistono varie forme tra le quali sono da annoverare anche i conferimenti. La sua determinazione è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, di quello derivabile dalle future correnti di reddito che la gestione è in grado di generare e dal valore rappresentato dal tasso atteso di remunerazione previsto per il capitale investito. Il valore del patrimonio d'impresa, in ipotesi di cessione, è inteso dalla teoria economico-aziendale come un valore unico ed è denominato capitale economico.

In questa sede, pertanto, per valore generale del capitale economico di un'impresa si intende il valore di riferimento in base al quale la stessa può essere negoziata tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Il valore generale non riflette considerazioni di natura soggettiva legate al venditore o al potenziale acquirente (sinergie, integrazioni etc.), né apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono successivamente nella determinazione del prezzo finale.

La valutazione del capitale economico

Per procedere alla valutazione del capitale economico è necessario innanzitutto verificare se la società oggetto di valutazione sia in grado di continuare l'attività di gestione come un istituto economicamente autonomo. In altri termini, occorre considerare se l'azienda oggetto di valutazione sia dotata di sufficiente economicità, cioè se sia in grado, per un periodo non breve, di conseguire ricavi sistematicamente superiori ai costi, in guisa tale da conseguire una congrua remunerazione del capitale proprio investito nell'impresa. Se così non fosse, si dovrebbe alternativamente procedere al calcolo di un avviamento negativo, oppure, dopo aver constatato l'impossibilità di risanare l'impresa, assumere l'ipotesi di liquidazione per stralcio e conseguentemente adottare i criteri di valutazione che presiedono al calcolo del capitale di liquidazione. L'apprezzamento dell'economicità presunta della società ne condiziona la valutazione.

Dal confronto con l'economicità di imprese esistenti, con combinazioni produttive simili, operanti nello stesso settore, possono emergere situazioni che fanno ritenere il grado di economicità dell'azienda da valutare superiore, uguale o inferiore rispetto a un andamento medio di settore con riferimento a una ipotetica azienda che operi con un capitale equivalente a quella da valutare.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative oppure complementari, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale e quello reddituale.

Le metodologie utilizzabili si riconducono sia a teorie di specie redditualistiche e patrimonialistiche sia a quelle che considerano gli aspetti finanziari della gestione. Si applica un metodo misto dove si tende a contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Tra i metodi misti, quello della media semplice tra una valutazione redditualistica e una analitico-patrimonialistica è il più

elementare, mentre quello proposto dall'Uec mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore. Tra i metodi misti si può annoverare anche quello che la teoria suole denominare “metodo patrimoniale complesso”. Esso aggiunge alla valutazione delle immobilizzazioni materiali quella delle immobilizzazioni immateriali. Le valutazioni delle immobilizzazioni immateriali sono sempre orientate alle correnti di reddito atteso che si reputa sia in grado di produrre l'azienda. Quindi la valutazione delle immobilizzazioni immateriali introduce aspetti redditualistici nella determinazione del risultato economico. In alcuni casi inoltre le immobilizzazioni immateriali sono intese come parti ideali del valore di avviamento la cui determinazione non può che essere orientata da criteri che si rifanno a una logica redditualistica.

L'applicazione di metodi che privilegiano l'aspetto finanziario della gestione porta a configurare il valore dell'azienda come il valore attuale, determinato con un tasso reputato congruo dei flussi monetari attesi.

Il presente elaborato viene redatto adottando, come metodologia di valutazione, il metodo reddituale, come meglio verrà illustrato nel Capitolo 4.

2. LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO

2.1. Cenni storici sulla società ed evoluzione

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA SOCIETA'	
Ragione sociale:	OFFICINA FOTO-GRAFICA [REDACTED]
Forma giuridica;	SOCIETA' in accomandita semplice
Data costituzione:	11/04/1986
Governance	L'Amministrazione e la rappresentanza della società di fronte ai terzi ed in giudizio competono al socio accomandatario il quale ha tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione, necessari o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale
Compagine societaria:	Soci persone fisiche
Sedi:	• Legale Sede legale: Piacenza (PC) [REDACTED] • amministrativa Sede amministrativa e operativa [REDACTED] - Ascoli Piceno (AP) • operativa [REDACTED] • filiali [REDACTED]
Codice Ateco:	68.20.02 Affitto di azienda
Prodotti/servizi:	Fotocomposizione e definizione strutturale in pellicole e clichè del linguaggio grafico
Territorio operativo:	Nazionale
Canali distributivi:	Italia

La società, attualmente con sede legale in Piacenza, Via [REDACTED] con durata fino al 31/12/2050, è stata costituita in data 11/04/1986 con atto [REDACTED] ed è iscritta al Registro delle Imprese di Piacenza con il n. 00920490331, REA n° PC-115053, annotata con la qualifica di impresa artigiana (Albo Artigiani n. 30033), con capitale sociale di € 26.540,72 i.v.

Al 31/12/2022 l'attività viene svolta in locali di superficie pari a circa 400 mq, siti in [REDACTED] e detenuti in forza di contratto di locazione stipulato il 01 luglio 2019 (codice identificativo [REDACTED] - registrato il 29 luglio 2019 al numero [REDACTED] serie T) di durata pari a sei anni, con rinnovo tacito in

La società ha per oggetto sociale la fotocomposizione e definizione strutturale in pellicola e clichè del linguaggio grafico.

La società può, inoltre, in via secondaria ed occasionale: 1) Compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari e immobiliari che saranno ritenute necessarie od utili per l'attuazione dell'oggetto sociale, nonché prestare fidejussioni, garanzie reali e personali per obbligazioni di terzi, anche non soci, a favore di banche e di terzi in genere nelle forme più opportune; 2) Assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre società od imprese sia italiane che straniere

Preliminarmente si osserva che la visura camerale della società, dà atto dello svolgimento di attività di fotocomposizione e definizione strutturale su pellicola e cliché del linguaggio grafico, ciò in coerenza con l'attività effettivamente esercitata

La compagine sociale è così costituita:

Soci	quota VN (€)	%
[REDACTED] (socio accomandatario)	23.886,65	90%
[REDACTED]		
[REDACTED]		
[REDACTED] (socio accomandante)	2.654,07	10%
[REDACTED]		
[REDACTED]		
	26.540,72	100,00%

L'amministrazione e la rappresentanza della società di fronte ai terzi ed in giudizio competono al socio accomandatario signor [REDACTED], il quale ha tutti ii poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione, necessari o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.

Il socio accomandatario potrà nominare procuratori “ad lites” e “ad negotia” per singoli atti o categorie di atti.

Gli utili netti sono suddivisi tra i soci in proporzione alle quote di capitale possedute e così pure per le perdite, fermo restando la limitazione di responsabilità del socio accomandante alla quota sottoscritta. Di seguito una breve sintesi dei principali accadimenti sociali desumibili dagli atti iscritti al registro delle imprese al 31/12/2021: a) **11/04/1986** - costituzione della società - soci

fondatori [REDACTED]
 aumento di capitale per conferimento azienda di [REDACTED]
 c) compagine sociale post aumento: [REDACTED] = 50% e [REDACTED]
 d) **07/09/1990** – trasferimento sede [REDACTED]
 [REDACTED] - Piacenza; e) **10/09/2000** – apertura unità locale
 in V [REDACTED] Piacenza; f) **28/02/2017** – trasformazione da
 società in nome collettivo “**OFFICINA FOTO-GRAFICA** [REDACTED]
 [REDACTED] in società in accomandita
 semplice “**OFFICINA FOTO-GRAFICA Sas di** [REDACTED]
 [REDACTED]” (atto [REDACTED] con la seguente
 compagine sociale: g) [REDACTED]
 [REDACTED]) – socio accomandatario – VN quota € 13.270,36 (50% C.S.)
 e [REDACTED] – socio
 accomandante – VN quota € 13.270,36 (50% C.S.); h) **28/02/2017** –
 cessione quote (uscita del socio accomandante [REDACTED] e
 ingresso in sua vece di [REDACTED] e parziale cessione
 di quota in favore di quest’ultimo da parte di [REDACTED])
 con conseguente modifica dei patti sociali. Situazione post cessione:
 i) [REDACTED] (socio accomandatario) [REDACTED]
 [REDACTED]
 [REDACTED] quota VN € 23.886,65 (90%
 del C.S) e [REDACTED] (socio accomandante) [REDACTED]
 [REDACTED]
 [REDACTED] quota VN € 2.654,07 (10%
 del C.S); l) **30/06/2020** – chiusura unità locale in [REDACTED] n. 25
 – Piacenza.

2.1.1. Affitto d’azienda e liquidazione giudiziale

Nei primi trent’anni l’attività di Officina Foto-Grafica aveva consentito ai soci di realizzare modesti, ma costanti, utili. Dall’esercizio 2014, tuttavia, la riduzione della marginalità sulle commesse, il minor accesso al credito bancario e l’incremento della concorrenza hanno fatto sì che la gestione caratteristica dell’impresa generasse quasi esclusivamente perdite, cui l’organo amministrativo ha cercato di porre rimedio rateizzando, in un arco di tempo più lungo possibile, il pagamento delle imposte e dei contributi. Anche tale scelta imprenditoriale non è, però, servita ad evitare l’aggravarsi della situazione di crisi, che ha, progressivamente, portato Officina Foto-Grafica verso un irreversibile stato d’insolvenza, dal momento che la Società si trovava gravata da debiti erariali (Iva,

Irap e ritenute Irpef), nonché da altri debiti, verso Banche e fornitori, a cui non è stata assolutamente in grado di far fronte

In questo contesto, pertanto, al fine di salvaguardare i valori produttivi e soprattutto le forze lavoro ivi occupate (5 dipendenti), la società è stata oggetto dei seguenti accadimenti: 1) in data **28.06.2022** Officina Foto-grafica ha concesso in locazione la propria azienda, con atto a ministero Notaio [REDACTED] (Rep.20346) a [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED]

l'efficacia del contratto era, però, sottoposta alla condizione sospensiva della positiva voltura all'affittuaria di tutte le autorizzazioni amministrative necessarie allo svolgimento dell'attività di flexografia, con conseguente attribuzione, a favore della stessa [REDACTED], del relativo codice Ateco; 1.2) l'avveramento della predetta condizione ha, però, richiesto un lasso temporale più ampio di quello stimato, rendendo addirittura necessario trasferire l'attività in altri locali, visto che gli immobili siti in Piacenza, [REDACTED] non sono più stati considerati idonei allo svolgimento dell'attività di flexografia; 2) alla fine del mese di **ottobre 2022**, [REDACTED] ha potuto conseguire l'attribuzione del codice Ateco necessario allo svolgimento di questa attività, motivo per cui i dipendenti di Officina Foto-Grafica sono stati trasferiti all'affittuaria con decorrenza dal 01.11.2022, data in cui il contratto d'affitto d'azienda ha acquistato efficacia. Il contratto d'affitto d'azienda prevede una durata di 60 mesi, decorrenti dalla data di efficacia, al canone annuo di euro 50 mila (oltre Iva), da versarsi in n. 12 rate mensili costanti, dell'importo di euro 4.166,74 ciascuna (oltre Iva), con la precisazione che sino alla concorrenza dell'importo di euro 216.756,47 i canoni saranno saldati mediante accollo del debito per TFR, ferie, ratei della tredicesima mensilità e stipendi arretrati verso i dipendenti dell'affittante trasferiti all'affittuaria, con i quali è stato raggiunto un apposito accordo, in sede sindacale, che ha liberato Officina Foto-Grafica da ogni pendenza nei loro confronti (doc. 6); 2.1) [REDACTED] mediante la sottoscrizione del contratto d'affitto di ramo azienda, ha, altresì, presentato un'offerta irrevocabile per l'acquisto del ramo medesimo al prezzo onnicomprensivo di euro 250 mila, da cui dovranno essere decurtati i canoni di locazione medio tempore versati, prima che il nominando Curatore abbia indetto la gara competitiva per la cessione

del ramo stesso, nonché gli ulteriori importi ancora dovuti per TFR, ferie, ratei della tredicesima mensilità e stipendi, spettanti a ciascun dipendente trasferito. Tale offerta era da considerarsi, originariamente, condizionata alla presentazione, da parte di Officina Foto-Grafica, di un'istanza di fallimento in proprio, entro i 60 giorni successivi all'efficacia del contratto d'affitto di ramo d'azienda, ma la sua validità è stata, appositamente, prorogata da [REDACTED] anche per adeguare la condizione sospensiva alla sopravvenuta entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa (doc. 7); 2.2) l'importo offerto da [REDACTED] è stato determinato sulla base di una perizia giurata di stima del Dott. [REDACTED], Commercialista in Piacenza, che, su incarico dell'affittuaria, ha valutato in 215 mila euro il più probabile valore di mercato del ramo aziendale locato (doc. 8); 3) per le ragioni sopra citate l'affittuaria ha precisato che la propria offerta d'acquisto debba considerarsi sospensivamente condizionata all'apertura della liquidazione giudiziale entro il **30.06.2024**, in luogo dell'originario termine del 30.09.2023 (cfr. doc. 7); 3.1) all'atto pratico, tutti i termini, cui, in principio, era sospensivamente condizionata l'offerta di [REDACTED], sono stati differiti per sopperire alla ritardata entrata in vigore del contratto d'affitto di ramo d'azienda a causa delle difficoltà riscontrate nel "volturare" l'attività di flexografia; 4) il **27.06.2023** Officina Foto-grafica rappresentata, difesa e domiciliata dall'Avv. [REDACTED] ha presentato istanza di liquidazione giudiziale presso il Tribunale di Piacenza; 5) con provvedimento del **18.09.2023** n.19/2023 si è proceduto alla liquidazione giudiziale della società; 5.1) i dipendenti in forza al 31/12/2022 sono pari a n. 5 unità e risultano avere la seguente composizione:

Dipendenti	n°
Impiegati	2
Operai	3
	5

n°	dipendente	codice fiscale	data assunzione	qualifica	livello
1				OPERAIO	4°
2				OPERAIO	4°
3				IMPIEGATO	1°-B
4				IMPIEGATO	2°
5				OPERAIO	1°-B

Si segnala altresì la prestazione lavorativa resa da parte del socio accomandatario [REDACTED]

2.2. Attività e aree di business

I fondatori della società [REDACTED] nascono come linotipisti a metà degli anni Settanta ed evolvono la loro attività per effetto della modernizzazione avuta nel tempo dal settore poligrafico.

L'attività prevalente consisteva nella realizzazione di materiale per pre-stampa (lastre per stampa flexografica e pellicole per stampa off set) e stampa sia digitale che off set.

Veniva inoltre svolta attività di progettazione grafica per conto terzi.

I clienti principali erano prevalentemente imprese collocate nella provincia di Piacenza quali: [REDACTED]

Il mercato di riferimento è la provincia di Piacenza.

Saltuariamente, attraverso il sito internet, si raccoglievano ordini per la realizzazione di materiale pre-stampa in ambito serigrafico.

La società lavorava per le aziende prive di reparto pre-stampa.

Gli investimenti e l'aggiornamento tecnologico, unitamente alla cura del servizio si sono rivelati elemento chiave di successo nei confronti della concorrenza.

Nel territorio piacentino non vi sono realtà aziendali che ricomprendano al loro interno tutte le fasi di lavorazioni pari a quelle di OFFICINA FOTO-GRAFICA.

Parte dell'attività era svolta presso terzi per la realizzazione di lavori di pre-stampa.

Le commesse erano svolte curandone internamente sia la progettazione che la produzione.

La società negli anni ha fatto significativi investimenti in nuove tecnologie, distinguendosi nell'utilizzo di macchinari al passo con i tempi.

Dei n. 5 dipendenti in forza, n. 4 unità sono presenti nell'organico da oltre 20 anni.

L'elevata incidenza del costo del personale, che ha contraddistinto gli esercizi fino al 2018, è stata una delle cause principali che hanno condotto all'attuale squilibrio finanziario-patrimoniale.

A riscontro di quanto sopra si riporta il dettaglio del Valore della produzione di conto economico "A1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni" relativa al quinquennio 2017-2021.

Ricavi	sotto-voce	2021	2020	2019	2018	2017
Ricavi per la vendita di beni e servizi						
	Clichè Flexo - Polimeri	320.409	286.701	285.933	323.253	346.644
	Stampa digitale e Matchprint	118.282	94.280	126.237	136.689	131.733
	Fotocomposizione e grafica	64.878	69.419	103.743	61.962	19.409
	Pellicole	34.722	26.404	40.398	56.590	70.682
	Clichè tipografico e Magneti	18.918	16.931	17.400	11.843	12.759
	Stampa plotter	3.424	3.732	11.395	9.554	10.167
	Cliché magnesio	5.596	8.618	23.245	13.468	15.403
	Vendite merci	12.267		22.115	23.374	15.801
	Vendite merci intraUE	1.800	1.710	493	393	1.100
	Vendite merci extraUE	0	0	0	0	45
	Prestazioni di servizi	0	606	0	125	9.302
	Vendite da lavorazioni esterne	25.475	41.548	35.242	31.811	76.486
	Rimborso costi e oneri vari	13.479	5.858	44	789	3.295
	TOTALE	619.250	555.807	666.245	669.851	712.826
Altri proventi della gestione tipica						
	TOTALE	2.190	13.959	34.860	305	37.128
VALORE DELLA PRODUZIONE		621.440	569.766	701.105	670.156	749.954

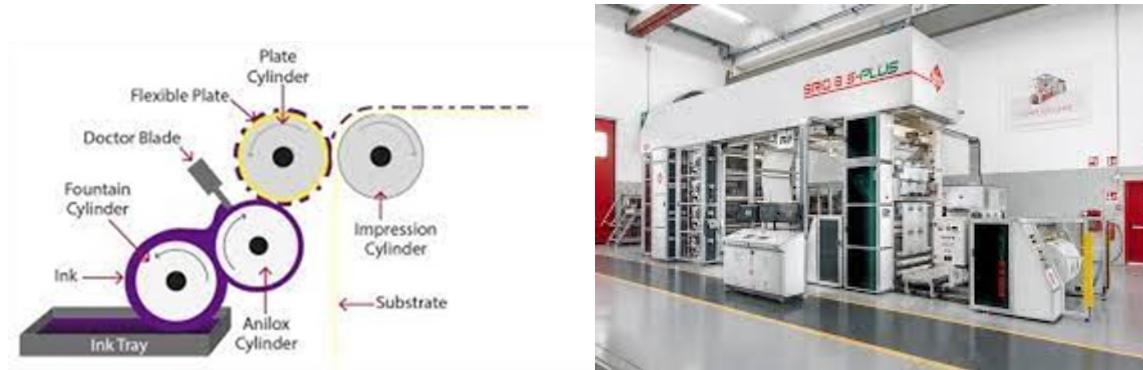
2.2.1 Brevi cenni sull'attività di pre-stampa, stampa off-set e stampa digitale

La prestampa è un passaggio indispensabile per ottimizzare al meglio ed eliminare eventuali problematiche prima della stampa flessografica. Questa, rappresenta appunto l'insieme degli interventi digitali da farsi per ottenere il miglior risultato e riprodurre correttamente gli elementi grafici.

Nel processo della prestampa i singoli elementi vengono analizzati ed elaborati tenendo presenti alcuni aspetti tecnologici della stampa evitando così errori nello stampato.

La Stampa Flexo è un metodo di stampa rotativa diretta, che

usa lastre matrici a rilievo di gomma o fotopolimeri. Queste lastre poiché risultano molto versatili e riescono ad adattarsi ai diversi tipi di materiali, fanno della flexografia un metodo di stampa utilizzato non solo per gli imballaggi ma anche per produzioni più impegnative.



Funzionamento stampanti flexologiche

La Stampa Offset è il sistema più **tradizionale di stampa su carta e cartoncino**.

La stampa offset è un **processo di stampa su rulli del tipo indiretto**, cioè l'immagine non è trasferita direttamente dalla lastra alla carta, ma attraverso un **complesso sistema di rulli**, permettendo così stampe ad alta definizione e su supporti con superficie irregolare.

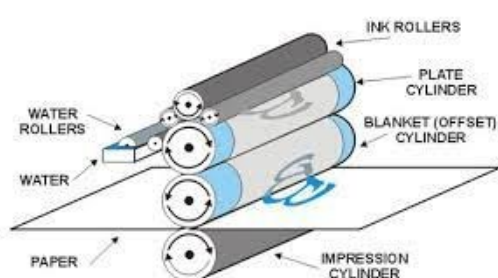
Il sistema adottato di stampa indiretta, detto impropriamente litografico, si riferisce al particolare sistema di stampa che utilizza matrici piane, tipiche della fototipia e della litografica, si basa sul fenomeno di repulsione chimico/fisica tra acqua e inchiostro (inchiostro a base grassa che non aderisce al sottile strato d'acqua steso sulla lastra). L'immagine, creata tramite un impianto detto CTP (Computer to Plate) che mediante un raggio laser "scrive" i grafismi su una lastra in alluminio opportunamente trattata, viene trasferita su un telo gommato e tramite questo impressa sul foglio di carta. Il telo gommato permette di stampare anche su superfici non perfettamente piane e lisce.

La **stampa offset si basa**, quindi, **sul principio di repulsione chimica e fisica tra acqua e sostanze grasse** (base con cui è formulato il pigmento o inchiostro). La **lastra in alluminio** è, infatti, **piana**, ovvero non ha parti in rilievo. Le parti di alluminio che non devono contenere inchiostro (chiamate contrografismi) vengono bagnate da acqua, in modo che l'inchiostro possa depositarsi sui

grafismi (idrorepellenti). **La lastra riceve**, quindi, **l'inchiostro che si deposita solo sulla parte asciutta**, mentre **l'acqua di bagnatura serve a definire i contorni dei grafismi**. La precisione di questo semplice sistema appartiene all'ordine dei micron.

Questa tecnica di stampa è molto utilizzata per la realizzazione di diversi prodotti di stampa, dai cataloghi a calendari, fino ai packaging ed espositori.

I vantaggi sono: 1) l'utilizzo dei 3 cilindri garantisce una **stampa estremamente precisa anche a velocità elevate** (si arriva fino a 50 mila giri/h). La qualità rimane costante fino all'ultimo foglio; 2) il caucciù, con la sua superficie gommosa, migliora la qualità di stampa **su qualsiasi tipo di carta**, dalla carta uso mano a quella patinata ma anche su fogli groffiati e ruvidi; 3) con la tecnica offset si ottiene una **stampa ad alta risoluzione**; 4) si presta ad **alte tirature (fino a 50.000 copie) mantenendo bassi i costi**; 5) nella stampa offset vengono impiegati grandi fogli di stampa dove si può inserire lavori diversi abbattendo i prezzi di stampa; 6) ecco perché molto spesso ti consigliamo di **fare un unico ordine di post it personalizzati unendo le richieste di più clienti**.



Funzionamento stampanti off set

La **stampa digitale** è una tecnica di stampa sempre più diffusa e utilizzata in tutti i settori, da quello commerciale a quello editoriale fino al packaging. La veloce evoluzione delle tecnologie usate per la stampa digitale di grande formato hanno permesso a questo processo di stampa di diventare sempre più efficiente. La **stampa digitale** è un **sistema di stampa** basato su tecnologie che permettono l'invio di file digitali da un personal computer o altro dispositivo elettronico alla stampante. I file, trasmessi in formati come PDF, TIF, JPG o altri formati elettronici grafici, possono essere stampati su supporti di diversi materiali, come **carta**, **cartone**, **pannelli rigidi** di vari materiali.

(**forex, plexiglass, alluminio, legno, ecc.**), **PVC, tela, tessuti** o altro.

Nel processo di stampa digitale, l'inchiostro viene impresso direttamente sul supporto da stampare.

La stampa digitale per uso domestico utilizza generalmente **stampanti laser o inkjet** mentre quella industriale per il grande formato utilizza la **stampa UV, latex, a solvente, ecosolvente e sublimatica**. La stampa digitale non richiede l'uso delle lastre o delle matrici usate per la stampa tipografica.

Questo rende la stampa digitale particolarmente adatta anche per basse tirature, che con la stampa offset non sono sostenibili perché troppo costose.



3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO

3.1 I Bilanci storici

Nelle tabelle successive vengono proposti i bilanci di esercizio e la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria degli stessi relativi agli esercizi 2018 – 2019 – 2020 – 2021.

L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel Capitolo 3.3.

STATO PATRIMONIALE

	2018	2019	2020	2021
<i>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</i>				
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	5.008,00	3.567,00	2.126,00	720,00
<i>Fondi</i>				
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	70.225,00	25.430,00	19.005,00	11.928,00
<i>Fondi</i>				
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>				
<i>Fondi</i>				
<i>Rimanenze</i>	9.252,00	9.404,00	9.351,00	9.691,00
<i>Crediti entro 12mm</i>	334.618,00	348.038,00	296.841,00	387.204,00
<i>Crediti oltre 12mm</i>				
<i>Attività finanziarie che non costit. immobil.</i>				
<i>Disponibilità liquide</i>	649,00	154,00	4.819,00	21.538,00
<i>Ratei e risconti</i>	26.070,00	24.537,00	21.869,00	10.190,00
<i>Capitale</i>	26.541,00	26.541,00	26.541,00	26.541,00
<i>Riserva da sovrapprezzo azioni</i>				
<i>Riserva di rivalutazione</i>				
<i>Riserva legale</i>				
<i>Riserva per azioni proprie in portafoglio</i>				
<i>Riserve statutarie</i>				
<i>Altre riserve</i>	- 3.798,00	6.502,00	38.639,00	38.639,00
<i>Utili (perdite) portati a nuovo</i>	- 571.011,00	- 661.177,00	- 661.177,00	- 629.187,00
<i>Utile (perdita) dell'esercizio</i>	- 90.167,00	28.669,00	33.086,00	65.629,00
<i>Fondi per rischi e oneri</i>				
<i>Trattamento di fine rapporto</i>	208.583,00	203.618,00	191.905,00	191.505,00
<i>Debiti entro 12mm</i>	875.420,00	806.728,00	724.802,00	726.523,00
<i>Debiti oltre 12mm</i>				
<i>Ratei e risconti</i>	254,00	249,00	215,00	21.621,00
ATTIVO	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00
PASSIVO	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00

CONTO ECONOMICO

	2018	2019	2020	2021
<i>Ricavi delle vendite e delle prestazioni</i>	669.851,00	666.245,00	555.807,00	619.250,00
<i>Variazione delle rimanenze di prodotti in lavoraz.</i>				
<i>Variazione dei lavori in corso su ordinazione</i>				
<i>Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni</i>				
<i>Altri ricavi e proventi</i>	305,00	34.860,00	13.959,00	2.190,00
<i>Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci</i>	255.225,00	249.745,00	220.102,00	219.521,00
<i>Per servizi</i>	71.834,00	70.731,00	60.181,00	61.567,00
<i>Per godimento di beni di terzi</i>	94.253,00	87.831,00	52.514,00	72.382,00
<i>Salari e stipendi</i>	162.966,00	140.206,00	87.866,00	97.236,00
<i>Oneri sociali</i>	54.207,00	40.872,00	26.226,00	28.716,00
<i>Trattamento di fine rapporto</i>	17.005,00	13.492,00	11.351,00	16.127,00
<i>Trattamento di quiescenza e simili</i>				
<i>Altri costi</i>				
<i>Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali</i>	1.441,00	1.441,00	1.441,00	1.246,00
<i>Ammortamento delle immobilizzazioni materiali</i>	13.969,00	9.697,00	7.931,00	5.689,00
<i>Altre svalutazioni delle immobilizzazioni</i>				
<i>Svalutazione dei crediti</i>				
<i>Variazione delle rimanenze</i>	13.848,00	- 152,00	54,00	- 341,00
<i>Accantonamento per rischi</i>				
<i>Altri accantonamenti</i>				
<i>Oneri diversi di gestione</i>	32.307,00	20.045,00	32.718,00	31.807,00
<i>Proventi da partecipazione</i>				
<i>Altri proventi finanziari</i>				2.803,00
<i>Interessi ed altri oneri finanziari</i>	43.268,00	38.528,00	33.488,00	21.094,00
<i>Rivalutazioni</i>				
<i>Svalutazioni</i>				
<i>Proventi</i>				
<i>Oneri</i>				
<i>Imposte sul reddito dell'esercizio</i>			2.808,00	3.570,00
RICAVI	670.156,00	701.105,00	569.766,00	624.243,00
COSTI	760.323,00	672.436,00	536.680,00	558.614,00
RISULTATO	- 90.167,00	28.669,00	33.086,00	65.629,00

Si riporta di seguito una **riclassificazione a valore aggiunto** dei bilanci 2018-2021

CONTO ECONOMICO	2018	2019	2020	2021
Valore della produzione	670.156,00	701.105,00	569.766,00	621.440,00
Costi di produzione	467.467,00	428.200,00	365.569,00	384.936,00
Valore Aggiunto	202.689,00	272.905,00	204.197,00	236.504,00
Costi del personale	234.178,00	194.570,00	125.443,00	142.079,00
Margine operativo lordo	- 31.489,00	78.335,00	78.754,00	94.425,00
Ammortamenti e accantonamenti	15.410,00	11.138,00	9.372,00	6.935,00
Risultato operativo	- 46.899,00	67.197,00	69.382,00	87.490,00
+/- Risultato gestione non caratteristica	-	-	-	2.803,00
Oneri finanziari	43.268,00	38.528,00	33.488,00	21.094,00
Imposte e tasse	-	-	2.808,00	3.570,00
Risultato netto	- 90.167,00	28.669,00	33.086,00	65.629,00

Si riporta di seguito una **riclassificazione a fonti-impieghi** dei bilanci 2018-2021

STATO PATRIMONIALE	2018	2019	2020	2021
Attività liquide	649,00	154,00	4.819,00	21.538,00
Crediti	334.618,00	348.038,00	296.841,00	387.204,00
Rimanenze	35.322,00	33.941,00	31.220,00	19.881,00
Attività correnti	370.589,00	382.133,00	332.880,00	428.623,00
Immobilizzazioni	75.233,00	28.997,00	21.131,00	12.648,00
Capitale investito	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00
Debiti a breve	875.674,00	806.977,00	725.017,00	748.144,00
Debiti a medio/lungo termine	208.583,00	203.618,00	191.905,00	191.505,00
Capitale di terzi	1.084.257,00	1.010.595,00	916.922,00	939.649,00
Mezzi propri	- 638.435,00	- 599.465,00	- 562.911,00	- 498.378,00
Totale fonti	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO	2018	2019	2020	2021
VALORE DELLA PRODUZIONE	670.156,00	701.105,00	569.766,00	621.440,00
Costi non strutturali	467.467,00	428.200,00	365.569,00	384.936,00
VALORE AGGIUNTO OPERATIVO LORDO	202.689,00	272.905,00	204.197,00	236.504,00
Ammortamenti, Accantonamenti ecc.	15.410,00	11.138,00	9.372,00	6.935,00
VALORE AGGIUNTO OPERATIVO NETTO	187.279,00	261.767,00	194.825,00	229.569,00
Gestione non caratteristica	-	-	-	2.803,00
VALORE AGGIUNTO DISTRIBUIBILE	187.279,00	261.767,00	194.825,00	232.372,00
Dipendenti	234.178,00	194.570,00	125.443,00	142.079,00
Finanziatori esterni (interessi e oneri finanziari)	43.268,00	38.528,00	33.488,00	21.094,00
Pubblica amministrazione (imposte)	-	-	2.808,00	3.570,00
Sistema aziendale	- 90.167,00	28.669,00	33.086,00	65.629,00

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO	2018	2019	2020	2021
<i>Liquidità immediata</i>	649,00	154,00	4.819,00	21.538,00
<i>Liquidità differita</i>	-	-	-	-
ATTIVITA' LIQUIDE	649,00	154,00	4.819,00	21.538,00
<i>Crediti</i>	334.618,00	348.038,00	296.841,00	387.204,00
<i>Rimanenze</i>	35.322,00	33.941,00	31.220,00	19.881,00
ATTIVITA' CORRENTI	370.589,00	382.133,00	332.880,00	428.623,00
IMMOBILIZZAZIONI	75.233,00	28.997,00	21.131,00	12.648,00
CAPITALE INVESTITO	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00
<i>Debiti a breve</i>	875.674,00	806.977,00	725.017,00	748.144,00
<i>Debiti a M/L</i>	208.583,00	203.618,00	191.905,00	191.505,00
CAPITALE DI TERZI	1.084.257,00	1.010.595,00	916.922,00	939.649,00
CAPITALE NETTO	- 638.435,00	- 599.465,00	- 562.911,00	- 498.378,00
TOTALE FONTI	445.822,00	411.130,00	354.011,00	441.271,00

3.2. I Bilanci Previsionali e le relative Assumptions

3.2.1. Le Assumptions

Nella presente perizia, non si sono presi in considerazione i bilanci previsionali ai fini della valutazione dell'azienda, principalmente per mancanza di dati idonei disponibili.

Pertanto si è ritenuto opportuno effettuare la valutazione sui dati storici.

3.3. L'Analisi dei bilanci

3.3.1. Analisi economica

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici economici di bilancio.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Redditività capitale netto (ROE)	14,12	- 4,78	- 5,88	- 13,17

Redditività capitale netto (ROE): per poter valutare la convenienza a investire in una impresa non è sufficiente considerare il solo risultato economico in valore assoluto; occorre considerare sempre il risultato economico in rapporto al capitale impiegato. Il ROE esprime lo stesso concetto: ci dice quanto è il rendimento di € 100 di capitale investito dai soci nell'impresa. Per poter dire se un dato valore di ROE è buono o cattivo bisogna metterlo a confronto con il rendimento di investimenti alternativi a basso rischio (BOT, CCT, depositi bancari, ecc.) attualmente circa 1%. Il ROE può essere considerato soddisfacente se è maggiore, almeno di 3 o 4 punti %, del tasso di rendimento degli investimenti a basso rischio. La differenza fra gli investimenti alternativi "sicuri" (BOT, CCT, ecc.) e il valore del ROE viene definita "premio al rischio" in quanto "premia" un investimento rischioso. Se il premio al rischio fosse 0 non avrebbe senso investire nell'attività rischiosa (un'impresa) in quanto è possibile ottenere la stessa remunerazione senza rischiare nulla.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Redditività capitale investito (ROI)	- 10,52	16,34	19,60	19,83

Redditività capitale investito (ROI): Il ROI rappresenta un ulteriore passo avanti rispetto al ROE; esso rappresenta il rendimento dell'attività tipica confrontato con tutti gli investimenti effettuati nella stessa. Il ROI sintetizza il rendimento della gestione tipica dell'azienda in base a tutto il capitale in essa investito (capitale proprio + capitale di terzi), al lordo degli oneri finanziari, degli oneri fiscali. Esso è indipendente dai risultati della gestione non caratteristica e straordinaria. Tale indice evidenzia la bravura degli amministratori nel far fruttare sia il capitale dei soci (capitale proprio) che quello dei terzi finanziatori (debiti). Esprime pertanto il rendimento dell'investimento effettuato nell'attività tipica dell'azienda. Il ROI deve essere confrontato con il costo percentuale medio del capitale finanziato a titolo di prestito (tasso di interesse applicato dalle banche sui finanziamenti concessi "I").

$ROI > I$ In questo caso il rendimento degli investimenti effettuati dall'azienda è maggiore del costo percentuale medio del capitale finanziato a titolo di prestito e quindi conviene indebitarsi in quanto il denaro rende più di quanto venga pagato. La leva finanziaria produce un effetto moltiplicatore positivo nei confronti del ROE;

$ROI = I$ In questo caso il rendimento degli investimenti effettuati e il costo percentuale medio del capitale finanziato a titolo di prestito si equivalgono e la leva finanziaria ha un effetto nullo (matematicamente è una moltiplicazione per 1);

$ROI < I$ In questo caso il rendimento degli investimenti effettuati è minore del costo percentuale medio del capitale finanziato a titolo di prestito e la leva finanziaria determina un effetto moltiplicatore negativo nei confronti del ROE.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Redditività fatturato (ROS)	- 7,00	9,58	12,18	14,08

Redditività fatturato ROS: tale indicatore è dato dal rapporto tra il risultato operativo e il valore della produzione. Esso esprime la redditività delle vendite con diretta espressione dei legami tra prezzi di vendita, volumi e costi operativi, dato il fatturato netto realizzato. Dipende dalle relazioni esistenti tra ricavi e costi operativi ed esprime la capacità di profitto ottenibile nel corso del ciclo: acquisti di materie prime, lavorazione, vendita prodotto finito. Esso misura, in effetti, il margine operativo su ciascuna unità monetaria ed è particolarmente utile per valutare l'efficienza di segmenti diversi di vendita (divisioni di prodotto o territoriali, ecc.) nei casi di risultato operativo caratteristico positivo. E' questa la situazione che si verifica normalmente, anche nel nostro caso. Il valore sarà tanto maggiore quanto maggiore è l'efficienza economica dell'impresa.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Onerosità capitale di terzi (ROD)	3,99	3,81	3,65	2,24

Onerosità capitale di terzi (ROD): tale indice è dato dal rapporto tra gli oneri finanziari e il capitale di terzi, moltiplicato per cento. Il ROD misura la capacità dell'impresa di remunerare il capitale di debito, oltre a fornire l'incidenza degli oneri finanziari sulla redditività complessiva. Se $ROI > ROD$ si ha convenienza a finanziare gli investimenti con il capitale di debito, poiché gli investimenti producono risorse sufficienti per il pagamento degli interessi passivi. Se $ROI < ROD$ non si ha convenienza a finanziare gli investimenti con il capitale di debito, poiché gli investimenti non producono risorse sufficienti per il pagamento degli interessi passivi.

3.3.2 Analisi Patrimoniale e Finanziaria

Lo scopo della presente analisi è quello di segnalare se sussistono le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa: 1) l'omogeneità tra la natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento utilizzate; 2) l'esistenza di equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella del capitale di terzi; 3) un equilibrato rapporto tra capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare in che misura la combinazione impieghi - fonti è in grado di produrre flussi monetari equilibrati, tali, cioè, da consentire di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la gestione richiede.

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Indebitamento	- 1,70	- 1,69	- 1,63	- 1,89

Indebitamento: tale indice esprime il grado di patrimonializzazione dell'impresa, vale a dire l'attitudine dell'impresa a ricorrere a capitale di debito invece di finanziare l'attività con mezzi propri. Un coefficiente pari a zero o minore di 3 viene considerato in genere rappresentativo di equilibrio; più tale valore aumenta più lo squilibrio si rende evidente. In presenza di buona redditività aziendale, possibilmente duratura, si può tollerare un indice leggermente maggiore a 3 (per effetto della leva finanziaria). Evidenze empiriche hanno mostrato una correlazione diretta e positiva tra l'aumento di questo indice e la probabilità di default, pertanto utilizzare ex post questo indice, in sede fallimentare, può essere utile per valutare il momento in cui si sono mostrati i primi segni di difficoltà.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Turnover capitale investito	1,50	1,71	1,61	1,41

Turnover capitale investito: Il tasso di rotazione del capitale investito, è una misura economica (indice) della rotazione del capitale investito. Questo rappresenta un importante indicatore di efficienza, in quanto esprime la capacità del capitale investito di "trasformarsi" in ricavi di vendita. L'indice esprime l'adeguatezza del capitale investito rispetto al fatturato aziendale; quanto più sarà elevato il valore assunto dall'indice più funzionale sarà la struttura aziendale.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Copertura immobilizzazioni	- 5,71	- 13,65	- 17,56	- 24,26

Copertura immobilizzazioni: Questo indice evidenzia la copertura degli investimenti a lenta rotazione con fonti di finanziamento a medio lungo termine. L'equilibrio patrimoniale è espresso da valori maggiori ad 1. Un coefficiente minore di 1 indica un utilizzo improprio delle fonti di finanziamento, in particolare indica che l'impresa sta finanziando investimenti fissi con debiti a breve, tipicamente più onerosi.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Margine di struttura	- 8,49	- 20,67	- 26,64	- 39,40

Margine di struttura: tale indice indica il margine di struttura primario ed è costituito dal rapporto tra il capitale proprio, ossia quello proveniente dalla compagine

sociale e le attività immobilizzate. Questo margine evidenzia la capacità dell'azienda di coprire gli investimenti nella struttura fissa con i mezzi propri.

Quando tale indice assume valori superiori a 1 significa che la società è capace di coprire gli investimenti con mezzi propri, per valori inferiori a 1 significa che l'azienda per far fronte agli investimenti fissi deve far ricorso al capitale di terzi.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Liquidità primaria	0,42	0,47	0,46	0,57

Liquidità primaria: tale indicatore di liquidità esprime la dimensione di crediti e disponibilità liquide a breve rispetto ai debiti a breve termine verso fornitori ed istituzioni finanziarie. Esso misura il grado di equilibrio tra impieghi e fonti di breve termine. Se assume un valore pari a 1 rappresenta la capacità dell'impresa di soddisfare i crediti a breve termine senza intaccare l'attivo immobilizzato; un coefficiente inferiore a 1 segnala una situazione di tendenziale illiquidità. Questo indice deve essere comparato con la liquidità secca, che neutralizza l'incidenza del valore delle rimanenze, la cui veridicità nel caso di specie è fortemente dubbia.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Capitale circolante netto (CCN)	- 505.085,00	- 424.844,00	- 392.137,00	- 319.521,00

Capitale circolante netto: tale indice è dato dalla differenza tra attivo corrente e debiti a breve termine. Dall'analisi del capitale circolante netto è possibile ottenere considerazioni afferenti il livello di solvibilità dell'azienda nel breve termine, ovvero verificare se gli investimenti in capitale circolante, la cui durata si esaurisce nel breve termine, sono opportunamente coperti da fonti di finanziamento che hanno la medesima durata.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Liquidità secca (Acid test, Quick ratio)	0,38	0,43	0,42	0,55

Liquidità secca (Acid test, Quick ratio): tale indicatore è simile al precedente, ma l'attivo circolante che viene preso a base della formula viene depurato delle rimanenze di magazzino, in modo da avere l'equilibrio tra impieghi e fonti nette (senza rimanenze) di breve termine, evitando così eventuali distorsioni degli indici dovute alle rimanenze.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Margine di tesoreria	- 540.407,00	- 458.785,00	- 423.357,00	- 339.402,00

Margine di tesoreria: tale margine indica di quanto le liquidità immediate e differite sono superiori rispetto alle passività correnti. Esso vuole segnalare la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite future connesse con l'esigenza di estinguere le passività a breve, con i mezzi liquidi a disposizione e con il realizzo delle attività a breve.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Turnover magazzino	18,97	20,66	18,25	31,26

Turnover magazzino: tale indice è dato dal rapporto tra Valore della Produzione e Rimanenze. Esso esprime il numero di volte in cui le rimanenze di magazzino si rinnovano durante l'anno. Una bassa rotazione di magazzino segnala un eccessivo investimento in scorte o la difficoltà nello smobilizzo del magazzino.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Giacenza media magazzino	19	18	20	12

Giacenza media magazzino: Indica il numero di giorni di giacenza media delle scorte di magazzino. Una giacenza elevata segnala un eccessivo investimento in scorte o la difficoltà nello smobilizzo del magazzino.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Durata media crediti	182	181	190	227

Durata media crediti: Indica il numero di giorni di giacenza media di un credito, ovvero quanti giorni servono in media per incassare un credito.

INDICATORI	2018	2019	2020	2021
Durata media debiti	446	465	529	511

Durata media debiti: Indica il numero di giorni di giacenza media di un debito, ovvero quanti giorni servono in media per pagare un debito.

3.3.3. La Normalizzazione degli aggregati economici

Nella prima fase del processo valutativo sono stati sottoposti a revisione e normalizzazione tutti i valori contabili economici e patrimoniali.

Il presente paragrafo si riferisce alla normalizzazione economica, e consiste nel depurare il risultato d'esercizio da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore dei risultati economici medio-ordinari dei bilanci storici.

Si procederà ad individuare il reddito medio normalizzato prospettico, in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda, e che quindi abbia un'alta probabilità di riprodursi sull'orizzonte temporale assunto ai

fini della stima e che quindi sia dotato di stabilità. Il risultato di tale operazione ci consentirà di ottenere redditi normalizzati e attesi che saranno alla base della perizia di stima.

Nel caso in esame si è preferito iniziare la stima dell'azienda direttamente con i ricavi caratteristici, rettificando via via il reddito, ponendo attenzione a quelle voci che, all'interno del conto economico, possono risentire degli effetti distorsivi provocati da diverse operazioni aziendali.

Tra le principali voci su cui si è prestata attenzione si ricordano: 1) i compensi agli amministratori, i quali possono non sempre essere adeguati al lavoro svolto oppure eccedenti quelli "normali"; 2) i canoni di locazione finanziaria; 3) gli accantonamenti e gli ammortamenti, che in alcuni casi potrebbero non risultare idonei a rappresentare il principio di "vita utile" del bene; 4) gli incrementi e decrementi delle rimanenze; 5) l'eventuale inserimento di ricavi o costi non inerenti l'attività operativa dell'impresa; 6) le imposte di esercizio che sono state rideterminate sulla base del nuovo utile ante imposte risultante.

Ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'esercizio al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota Ires pari al 24,00% ed un'aliquota Irap pari al 4,73% ove le poste rettificate/eliminate abbiano avuto rilevanza ai fini di dette imposte.

Infine, si è fatto riferimento al cosiddetto reddito operativo dopo le imposte, che rappresenta il reddito netto dell'azienda senza debiti. Ciò in quanto oggetto dell'analisi è la capacità dell'azienda di produrre redditi operativi, quindi legati all'attività tipica dell'azienda.

Si riporta di seguito il risultato di tale processo, precisando che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione/rettifica di componenti reddituali estranei alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura non ordinaria.

					VALORE
Descrizione voce	2018	2019	2020	2021	PERIZIA
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO					
ricavi vendite e prestazioni	670.156	701.105	569.766	621.440	
variazione rimanenze	-	-	-	-	
plusvalenze da alienazioni	-	-	-	-	
minusvalenze da alienazioni	-	-	-	-	
VALORE DELLA PRODUZIONE	670.156	701.105	569.766	621.440	
acquisti	255.225	249.745	220.102	219.521	
spese generali	198.394	178.609	145.413	165.755	
variazione rimanenze	13.848	- 152	54	- 341	
VALORE AGGIUNTO	202.689	272.903	204.197	236.505	
lavoro	234.178	194.570	125.443	142.079	
accantonamenti tfr e altri	-	-	-	-	
MARGINE OPERATIVO LORDO	- 31.489	78.333	78.754	94.426	
Rettifiche (per esercizio +/-)					
ammortamenti	15.410	11.138	9.372	6.935	
comp. Amm.ri	- 30.000	- 30.000	- 30.000	- 30.000	
Sanzioni indeducibili				27.864	
REDDITO NORMALIZZATO LORDO	- 76.899	37.195	39.382	85.355	
deflazionamento (indice istat)	0,60%	-0,10%	2,00%	8,00%	
REDDITO NORMALIZZATO LORDO	- 77.360	37.158	40.170	92.183	
ponderazione	5%	5%	10%	80%	100%
REDDITO NORM. LORDO PONDERATO	- 3.868	1.858	4.170	73.747	75.754
Rettifiche (sul valore complessivo +/-)					
ammortamenti					
acc.ti per rischi e oneri					-
area finanziaria					-
<...>					
<...>					
<...>					
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO LORDO					75.754
imposte e tasse					21.764
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO NETTO (R)					53.990

Nella normalizzazione del reddito si è provveduto ad effettuare nello specifico le seguenti normalizzazioni: 1) il compenso per il socio lavoratore è stato aggiunto ai costi in quanto non valorizzato in bilancio, stimato in euro 30.000 annui; 2) è stata esclusa tra gli oneri di gestione una sopravvenienza passiva riguardante sanzioni tributarie di euro 27.864, pagata nell'anno 2021.

Nella tabella si evidenzia la rettifica effettuata:

	2018	2019	2020	2021
compenso socio lavoratore	+30.000,00	+30.000,00	+30.000,00	+30.000,00
sopravvenienza passiva	-27.864,00	-27.864,00	-27.864,00	-27.864,00

Relativamente ai criteri di ponderazione dei redditi annuali degli esercizi considerati (2018-2021), si è privilegiato di attribuire un maggior peso percentuale al risultato dell'esercizio 2021 (80%), attribuendo un peso minore agli esercizi 2018 e 2019 (5%) e 2020 (10%), per le seguenti ragioni: 1) le annualità 2018-2019, oltre ad essere gli esercizi più antichi tra quelli analizzati, hanno un'incidenza dei costi del personale eccessiva rispetto agli EBTDA realizzati e al valore della produzione, in confronto agli esercizi 2020-2021, dove si evidenzia un significativo contenimento, presumibilmente in ragione di una ristrutturazione aziendale; 2) il numero dei dipendenti in forza è andato infatti progressivamente diminuendo, stabilizzandosi nelle attuali n. 5 unità. L'attuale struttura del personale impiegato appare oggi coerente con il valore della produzione; 3) l'annualità 2020 è stata soppesata, nel processo di ponderazione, nella percentuale del 10% per tener conto degli iniziali effetti della crisi sanitaria legata al COVID, che ha inciso in maniera particolare sul settore in oggetto, come evidenziato altresì dai volumi delle vendite.

A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **REDDITO MEDIO normalizzato netto** che verrà assunto nella successiva valutazione è pari a **€ 53.990**.

3.3.5. La determinazione del tasso di interesse

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo.

Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione (**i**) è stato definito pari al 2,63 % nella considerazione del rendimento attuale dei titoli di Stato (depurato

della componente inflazionistica e delle imposte) e della specifica rischiosità dell'investimento dell'azienda¹.

La formula matematica eseguita per il calcolo del tasso è la seguente:

$$i = \frac{1+rf(1-t) - 1 + k}{1+h}$$

Dove:

rf = tasso di rendimento dei BTP a medio lungo termine (btp 5 anni)	3,65%
t = ritenuta fiscale	12,50%
h = tasso di inflazione atteso	5,70%
s = tasso di interesse reale atteso al netto di ritenuta	-2,37%
k = maggiorazione percentuale rischio d'impresa	5,00%
tasso di attualizzazione	2,63%

Per quanto concerne la maggiorazione percentuale del rischio d'impresa, o come anche definito il tasso di remunerazione per il rischio d'impresa (k), questo viene generalmente determinato mediante il ricorso al Camp (*Capital asset pricing model*), un modello di derivazione statunitense che propone una convincente relazione tra il rischio di un investimento in capitale azionario ed il rendimento da esso atteso.

Il suddetto modello esplica le grandezze da cui discende k secondo l'espressione di seguito indicata:

$$K = B \times (rm - rf)$$

Dove:

B = coefficiente di rischio specificamente attribuibile all'impresa in considerazione del tipo di attività esercitata	1,15 %
rm = tasso di rendimento atteso del mercato azionario	8 %
rf = tasso di rendiemetno degli investimenti privi di rischio (btp 5 anni)	3,65 %
k = tasso di remunerazione per il rischio d'impresa	5,00 %

¹ E' opportuno evidenziare che i valori (tassi, inflazione attesa, rendimenti) utilizzati per la presente valutazione possono essere significativamente variati nel particolare periodo storico, successivo alle valutazioni compiute e per eventi eccezionali. Si è ipotizzata quale relativamente transitoria l'attuale fase inflazionistica e di aumento generalizzato dei tassi, anche nella considerazione che, in ogni caso, l'utilizzo di tassi di interesse e di inflazione attesa significativamente maggiori rispetto a quelli utilizzati condurrebbe, come verificato da opportune simulazioni effettuate dal sottoscritto, a valori sostanzialmente in linea con quelli proposti nella presente relazione.

Pertanto il **tasso di attualizzazione** determinato sulla base della indagine qui condotta e che sarà adottato nella valutazione, è pari a **2,63%**.

Tasso d'interesse normale

Per quanto riguarda il tasso d'interesse normale rispetto al tipo d'investimento considerato **i'**, sulla cui entità è molto acceso il dibattito a livello teorico, alcuni sostengono la sostanziale coincidenza con il tasso di attualizzazione del sovra reddito altri ritengono di determinarlo con lo stesso criterio previsto per quest'ultimo considerando però al posto della maggiorazione percentuale per rischio dell'impresa (specificata) quello del settore di appartenenza.

Nel caso in esame si ritiene di poter utilizzare lo stesso tasso sopra determinato nella misura del **2,63 %**.

4. IL PROCESSO VALUTATIVO

4.1 L'analisi condotta. Metodo Reddituale

Come sopra accennato, è noto che le metodologie per valutare un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri che tengono conto sia dei flussi finanziari, sia del reddito, sia del patrimonio ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di carattere patrimoniale - reddituale.

Avendo definito le finalità dell'operazione è ora possibile illustrare i criteri di scelta della metodologia di valutazione adottati.

Il metodo analitico patrimoniale è molto significativo nell'ipotesi di aziende con una alta incidenza della componente patrimoniale.

Il metodo misto patrimoniale – reddituale, contempera la necessità dell'azienda di generare un flusso di reddito adeguato alla remunerazione del capitale con la considerazione del valore

funzionale del complesso organizzato di beni che costituisce l'azienda stessa. In tali metodi l'incidenza di quest'ultima componente (patrimoniale) è particolarmente accentuata, soprattutto in aziende che richiedono un rilevante livello di investimenti.

Al contrario il metodo reddituale tiene essenzialmente conto solo della capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio (valore dell'azienda quale attualizzazione dei flussi di reddito attesi). La componente patrimoniale è comunque indirettamente considerata, andando ad influire sul valore degli ammortamenti economico-tecnici da considerare nel reddito atteso.

Pertanto nella presente perizia viene redatta adottando, come metodologia di valutazione, il metodo reddituale a termine.

4.2 La metodologia: Reddituale

La scelta del metodo reddituale appare adeguato allo svolgimento della presente analisi, considerando la struttura dei ricavi dell'azienda in oggetto che è relativamente stabile nell'intervallo di anni considerato.

Nella pratica, l'orizzonte temporale dell'analisi può variare da un minimo di pochi anni fino all'infinito. In linea generale, essendo l'azienda un istituto atto a perdurare, la soluzione che appare più corretta è quella di considerare un periodo di tempo indeterminato. Solo per particolari imprese che hanno una durata definita, è necessario fissare un orizzonte temporale delimitato.

La difficoltà di effettuare stime attendibili dei flussi dei flussi reddituali attesi nel lungo periodo, può indurre a ridurre l'orizzonte temporale di riferimento dell'analisi.

Relativamente alla stima del valore dell'azienda con il metodo reddituale a termine, considerati: 1) la storicità dell'azienda in esame, presente nel settore di attività e nel mercato di riferimento da molti anni; 2) la struttura del personale che appare formato e professionale per l'attività esercitata; 3) il grado di rischio dell'attività dell'azienda; sembra opportuno limitare a 5 anni l'intervallo di tempo considerato. Relativamente alla stima dei flussi di reddito attesi e al tasso, si assumono i valori espressi nelle pagine precedente:

$$R = 53.990 \quad i = 2,63\%$$

Applicando la formula della rendita perpetua si ottengono i seguenti risultati: $W = R / i$

VALORE DELL'AZIENDA METODO REDDITUALE RENDITA PERPETUA	
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO NETTO (R)	53.990
Tasso di attualizzazione (i)	2,63%
VALORE DELL'AZIENDA CON IL METODO REDDITUALE PERPETUO $W = R/i$	2.052.835

Applicando per contro il metodo della rendita a durata definita di 10 anni come indicato nelle pagine precedenti, si ottiene il seguente valore dell'azienda:

$$W = R \cdot a_{n-i} + V_t$$

VALORE DELL'AZIENDA METODO REDDITUALE RENDITA DEFINITA	
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO NETTO (R)	53.990
Tasso di attualizzazione (i)	2,63%
numero di annualità	10
valore finale di realizzo dell'azienda	
VALORE DELL'AZIENDA CON IL METODO REDDITUALE A TERMINE E STIMA AUTONOMA DEL VALORE DI REALIZZO $W = R / a_{n-i} + V_t$	249.890

Il valore terminale dell'azienda **V_t**, cioè il valore di realizzo dell'azienda al termine del periodo (*Terminal value TV*), che si otterrebbe attualizzando l'ultimo flusso del periodo considerato (al tempo **t₅**) al medesimo tasso di attualizzazione del 2,63%, non viene prudenzialmente in questa sede considerato.

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 Il calcolo del valore generale

Ai fini peritali è importante sottolineare la differenza tra prezzo e valore economico.

Il prezzo scaturisce concettualmente dall'interazione di diversi fattori e forze operanti sia nel mercato (domanda, offerta, eventi futuri scontati nel presente ecc.) che più in generale nell'ambiente in cui opera la società, tenendo presente anche le tendenze in atto a livello di settore peculiare al quale appartiene un'azienda. La risultante di tutte queste interazioni porta alla definizione di una grandezza oggettiva che risulta espressa dal mercato.

Ben diverso è il concetto di valore economico d'azienda. Lo stesso risulta tipicamente da una stima fatta a mezzo di previsioni di flussi di reddito, di apprezzamento di rischi e talora di quantità legate fra loro a mezzo di formule. La stima scaturisce da un complesso ragionamento che si sviluppa e si articola a vari livelli di ponderazione: da quello economico-finanziario a quello tecnico-giuridico nonché di tendenza in atto e futura degli scenari dell'ambiente in cui opera l'impresa. Come tale il valore economico di un'impresa assume più valenza di "giudizio professionale" che dato oggettivo avente riscontro sicuro.

In base a quanto precede risulta evidente come la grandezza "prezzo" può non coincidere affatto con la grandezza "valore economico" dell'azienda. Al contrario, fra le due grandezze possono sussistere delle biforcazioni anche rilevanti legate queste da un lato al fatto che nella realtà economica esistono diverse configurazioni del "prezzo" (ad esempio prezzi per il controllo di una società, prezzi per piccole quote ininfluenti sul controllo, prezzi per quotazioni borsistiche ecc.) e dall'altro al fatto che esistono altrettante numerose configurazioni di "valore economico" (valore ai fini di una fusione, valore ai fini di un conferimento aziendale, valore ai fini di una trasformazione dell'assetto giuridico societario, valore di cessione di partecipazioni azionarie ecc.). In fase peritale l'esperto viene chiamato ad esprimere un "valore" fortemente condizionato dal tipo di operazione particolare in seno alla quale il "valore" trova espressione.

La valutazione del capitale di un'azienda, pur prescindendo dai limiti intrinseci propri di ogni valutazione di carattere teorico, non coincide necessariamente con la valutazione delle sue singole parti, azioni o quote, la quali, normalmente, hanno un valore inferiore. Alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, si ritiene che il valore generale attribuibile al capitale economico della società OFFICINA FOTOGRAFICA [REDACTED] alla data del 31 dicembre 2021 possa essere determinato in € 249.890 **arrotondato in € 250.000,00 (duecentocinquantamila/00).**

^^ *** ^^

ATTESTAZIONE (conforme alla Standard Rule 10-3)

Il perito estimatore, sottoscrittore della presente perizia estimativa, attesta che: 1) le dichiarazioni contenute nella relazione sono vere e corrette; 2) le analisi, opinioni e conclusioni illustrate sono limitate esclusivamente dalle assunzioni e dalle condizioni limitatrici indicate nella relazione, e sono personali del redattore, imparziali e obiettive analisi, opinioni e conclusioni professionali; 3) non ha interessi attuali o futuri circa la proprietà che è oggetto della relazione, e non ha interessi personali relativamente alle parti coinvolte; 4) non ha pregiudizi circa la proprietà oggetto della relazione o circa le parti coinvolte con l'incarico; 5) l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati; 6) il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminanti o indirizzamenti sul valore che favoriscano la causa del cliente, l'ammontare dell'opinione di valore, il raggiungimento di un risultato prestabilito, o la comparsa di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione;

Avv. Virgilio Sallorenzo

ALLEGATI

1. Beni relativi al ramo di azienda al 31/12/2021
2. Bilancio di esercizio al 31/12/2021
3. Bilancio di esercizio al 31/12/2020
4. Bilancio di esercizio al 31/12/2019
5. Bilancio di esercizio al 31/12/2018
6. Dettaglio rimanenze di magazzino al 31/12/2021
7. Dettaglio crediti verso clienti al 31/12/2021
8. Dettaglio debiti verso fornitori al 31/12/2021