

Marco Mantiero

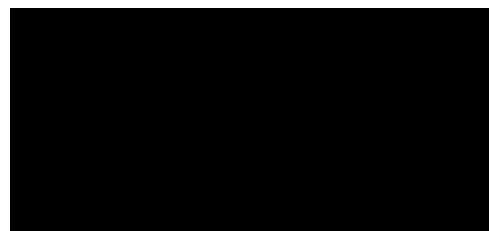
DOTTORE COMMERCIALISTA e REVISORE LEGALE

Relazione peritale di stima ai sensi degli artt.

129 co. 2 e 216 CCII

**per la valutazione del valore economico della
partecipazione di [REDACTED] in**

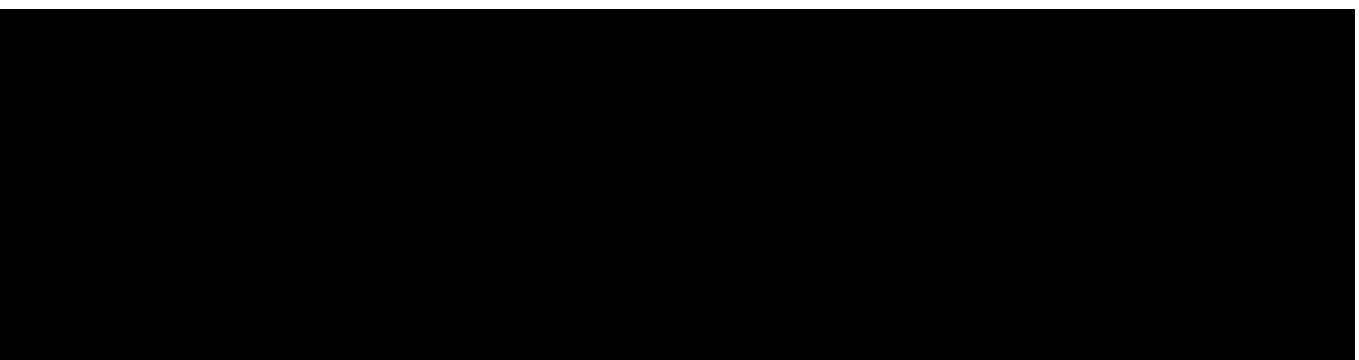
CARGERÀ SRL



Sommario

Premessa	3
Finalità e oggetto dell’incarico	3
Documentazione esaminata.....	4
La Società.....	4
Attività svolta	5
Metodologie di valutazione	5
Metodo Patrimoniale	6
La stima del costo del capitale	7
Metodi Reddituali.....	10
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale	14
Procedure operative di valutazione.....	15
La scelta del metodo di valutazione reddituale sintetico.....	15
Procedure operative di valutazione	15
Determinazione del reddito operativo normalizzato medio atteso (Ro)	16
Determinazione del costo del capitale proprio (Ke).....	19
Determinazione del costo del capitale di debito (Kd)	21
Determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC)	22
Sintesi quantitativa: la determinazione del valore economico dell’azienda oggetto di stima	23
Conclusioni	24

Premessa



Nelle more della procedura di Liquidazione Giudiziale della società [REDACTED] presso il Tribunale di Vicenza, Giudice Delegato III.mo dott. Giovanni Genovese e Curatore dott.ssa Elisabetta Azzolin, con istanza n. 14 del 04/12/2023, autorizzata dal Giudice Delegato Visto in data 05/12/2023, è stata richiesta la nomina del sottoscritto dott. [REDACTED] dottore commercialista e revisore legale, al fine di redigere una perizia di stima della quota di partecipazione detenuta dall'impresa [REDACTED] nell'impresa CARGERÀ SRL. Il presente elaborato tratterà, pertanto, della valorizzazione della quota di partecipazione del 1% nel capitale sociale di CARGERÀ SRL, di proprietà della società [REDACTED] SRL in liquidazione giudiziale. La stima del valore di detta quota non può prescindere dalla valutazione complessiva del capitale economico dell'azienda cui sono riferite le quote sociali oggetto di stima.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di avere in corso rapporti di natura professionale, anche diversi da quelli oggetto del presente incarico, con il soggetto che ha conferito l'incarico. Il Perito dichiara, pertanto, di non occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

Finalità e oggetto dell'incarico

La finalità del presente elaborato peritale, sulla base dell'incarico conferito dal Curatore della Liquidazione Giudiziale dott.ssa Elisabetta Azzolin, è la determinazione del valore attribuibile alla quota di partecipazione del 1% del capitale sociale della CARGERÀ SRL di proprietà della Liquidazione Giudiziale n. 73/2023 – Tribunale di Vicenza.

L'incarico che il Perito è chiamato ad assolvere è stato affidato ai sensi e per gli effetti degli artt. 129 co. 2 e 216 CCII, al fine di individuare il valore economico attribuibile alla quota di partecipazione del 1% del capitale sociale di CARGERÀ SRL, di proprietà della società in Liquidazione Giudiziale [REDACTED]

Documentazione esaminata

Informazioni contabili e societarie

Visura camerale aggiornata

Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti la compagine sociale, l'attività svolta, ecc., nonché cenni storici della stessa

Descrizione della situazione produttiva e organizzativa della società

Fascicoli di bilancio, regolarmente approvati, degli esercizi 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022

Sintesi delle principali condizioni di finanziamento (mutui) erogati dagli istituti bancari e dei contratti di leasing relativi ai beni mobili e immobili;

La Società

CARGERA SRL, società di capitali con sede in Via Cengelle, 12D - 36070 a Castelgomberto (VI), iscritta al R.I. di Vicenza al numero C.F. 03775290152 - P.I. 00626540249 - R.E.A. 146566, è un'azienda costituita in data 26/05/1978 ed attiva, da allora, nel settore dell'abbigliamento e confezioni. Da 46 anni l'azienda opera come service di modelleria per l'abbigliamento uomo e donna, sviluppando esperienza nel taglio e lavorazione di ogni tipo di tessuto, dai tessuti lavati, ai più leggeri, fino agli stretch ed ai tessuti rigidi. La specializzazione ottenuta negli anni garantisce la capacità di adattamento alle necessità del cliente e con l'esperienza maturata è stato sviluppato un sistema unico di stesura e taglio dei tessuti a quadri, che garantisce la precisione dei punti d'incontro. L'azienda garantisce, quindi, un full service esclusivo al cliente con una taglieria sviluppata su 2.100 mq, organizzati per ottimizzare la sequenza di lavorazione. Inoltre, i reparti produttivi sono gestiti da software gestionali in grado monitorare qualsiasi fase lavorativa e garantire la tracciabilità delle commesse. Il cuore dell'azienda è rappresentato da una sala taglio con 6 tavoli di stesura, attrezzati con macchine automatiche per il taglio di ultima generazione e un ampio magazzino per gestire i tessuti dei clienti. L'adesivazione, la soberatura e la formazione pacco, assieme a tutti i servizi necessari ad agevolare il lavoro delle aziende di confezione, completano il cosiddetto "full service" che l'azienda è in grado di garantire. In data 24 novembre 2017 la società già "██████████" si è trasformata in società a responsabilità limitata modificando la ragione sociale in "CARGERA SRL", rep. N. 117.855 Notaio ██████████ in Vicenza. La trasformazione è diventata efficace dal 1° gennaio 2018. Pertanto si è ritenuto di considerare, ai fini del presente elaborato, esclusivamente i dati contabili dal 01.01.2018 al 31.12.2022.

Attività svolta

L'analisi preliminare alla valutazione economica dell'azienda CARGERÀ SRL è stata svolta sulla base della documentazione di cui si è entrati in possesso, ovvero:- bilanci CEE redatti nella forma abbreviata e, quindi, senza il dettaglio delle singole voci di bilancio, ma esclusivamente della sussistenza delle macroclassi e classi;- situazioni contabili economiche e patrimoniali di riferimento per la predisposizione del bilancio abbreviato degli esercizi 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022;- colloqui col curatore di [REDACTED] titolare della quota dell' 1% di CARGERÀ SRL.

Metodologie di valutazione

La determinazione del valore del capitale economico dell'azienda CARGERÀ SRL è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economica. Nello specifico, si sono adottati i seguenti modelli: Metodo Patrimoniale Semplice, Metodi Reddituali (Metodo della Rendita a Durata Definita, Metodo della Rendita Perpetua), Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale della Stima dell'Avviamento.

I risultati delle varie metodologie saranno in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e dati economico-finanziari, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

L'applicazione di tecniche diversificate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

L'analisi è stata condotta sulla base dei soli dati consuntivi del periodo 2021-2022.

Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore del capitale economico di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di *due diligence*, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);
- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto K' che esprimerà il valore dell'azienda.

La stima del costo del capitale

La stima del costo del capitale non è altro che la determinazione del tasso di sconto a cui attualizzare i flussi reddituali futuri. L'applicazione del costo del capitale consente di trasformare i flussi futuri incerti in un valore attuale più certo possibile, considerando dunque anche il rischio connesso all'investimento. È possibile distinguere tra 3 principali configurazioni del costo di capitale:

- **COSTO DEL CAPITALE PROPRIO** – *Ke*: esprime il rischio specifico, ovvero il rendimento atteso dall'investimento specifico, inteso anche come costo opportunità dell'equity. È il rendimento che il socio che apporta capitale di rischio, vuole ricevere per non investire la stessa somma in altre situazioni più redditizie. I metodi per la determinazione di *Ke* possono distinguersi in:
 - **MODELLI EMPIRICI**: (poco utilizzati) si fondano su dati disponibili e reali come l'estrazione diretta dai prezzi delle azioni di borsa (es. dinamica dei valori di borsa). Tutti i dati vengono attinti dai *data providers* (es. www.damodaran.com) i quali, raccogliendo le previsioni di consenso degli azionisti stimano un target price per le azioni di imprese quotate comparabili. Il *Ke* calcolato con metodo empirico è dunque il TIR (Tasso Interno di Rendimento) che si dovrebbe conseguire dall'andamento dell'investimento: è il *tasso che rende il valore attuale dei flussi di risultato futuri, pari al prezzo corrente del titolo oggi*.
 - **MODELLI TEORICI**: il modello teorico più diffuso per la determinazione del *Ke* è il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) secondo cui l'equo rendimento del capitale di rischio investito è dato dalla somma di: tasso di rendimento di investimenti free risk (BTP decennali) e premio per il rischio specifico (commisurato quindi al coefficiente β che esprime il rischio specifico dell'azienda in termini di variabilità di rendimento specifico rispetto a quello generale di mercato).

Procedimento CAPM

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

- r_f = **rendimento RISK-FREE** approssimato al rendimento di titoli di stato di durata coerente (es. BTP decennale) perché deve cogliere anche il CRP (Country Risk

Premium) specifico del Paese dove ha luogo l'investimento. Tale approssimazione può esservi solamente se valgono al contempo i seguenti requisiti:

- si valuta il W di un'azienda che opera in un unico Paese (cui si riferiscono i titoli di Stato)
- chi valuta appartiene ed opera nello stesso Paese dell'impresa valutata.

Il tasso RISK-FREE può essere interpretato come somma di 2 diverse componenti:

- tasso risk-free nominale dell'area dove risiede l'impresa valutata (tasso dei titoli di Stato del Paese ritenuto risk-free nell'area economica di riferimento es. BUND tedesco in EU e T-BILL in USA);
- lo SPREAD tra rendimento dei titoli risk-free della macroarea economica e i titoli di Stato del Paese in cui opera l'impresa valutata.

In caso di **valutazione di multinazionali** è necessario operare una valutazione distinta per ogni area geografica in cui l'impresa opera sommando poi i singoli tassi e tenendo conto delle eventuali sinergie o diversificazioni complessive.

- r_m = **rendimento MEDIO** atteso del **mercato di riferimento**, ovvero da un portafoglio titoli comparabili, in termini di rischio, di solito degli ultimi 2 o 5 anni.
- $r_m - r_f$ = **PREMIO PER IL RISCHIO** generale del mercato ERP (Equity Risk Premium). In base a ricerche empiriche si stima che in Italia, il premio per il rischio generale di mercato oscilli tra 3,5-5,0%. Esso rappresenta la componente che va a remunerare il rischio che il risparmiatore corre nell'investire in una attività specifica.
- β = **coefficiente di RISCHIO SISTEMATICO** che misura la variabilità del rendimento specifico e sistematico (non diversificabile) dell'impresa, rispetto al rendimento del mercato. Il calcolo del β si rifà a determinazioni di mercato, in particolare, se si considera una azienda quotata o una sua controllata, il β sarà disponibile nel data provider; se invece si considera una società non quotata, non avrà un β specifico, ma mi dovrò rifare a quello determinato per società comparabili. Il coefficiente rappresenterà, quindi, il grado di variabilità del rendimento di società quotate comparabili, rispetto al rendimento complessivo del mercato azionario.
 - $\beta = 1$ se rischio aziendale = rischio portafoglio di mercato
 - $\beta < 1$ se rischio aziendale < rischio portafoglio di mercato
 - $\beta > 1$ se rischio aziendale > rischio portafoglio di mercato

- **MODELLI MISTI:** il modello misto cui si fa riferimento è il RADR (*Risk Adjusted Rate of Return*) il quale muove sempre dal calcolo preliminare del costo opportunità del capitale determinato col metodo CAPM, ma al *Ke* così calcolato aggiunge un aggiustamento per rischi della specifica impresa. Dato che i rischi sistematici non sono diversificabili, si vuole considerare un rendimento aggiuntivo che contempli i rischi specifici dell'impresa valutata. Questo tasso di rendimento è variabile, dunque, in base alla discrezionalità del perito che effettua il calcolo, il quale, di norma, può aggiungere al *Ke* base (da CAPM) da 1 a 4 punti base ulteriori espressione dei rischi specifici d'impresa.

$$RADR = Ke + \text{risk premium addizionale}$$

- Il costo del capitale proprio ***Ke*** può essere espresso come:
 - **LEVERED o equity side:** al **netto** degli oneri finanziari, calcolo i flussi di risultato direttamente disponibili per gli azionisti, considerando quindi i flussi operativi al netto dei flussi finanziari destinati a ripagare il capitale di debito. In questo approccio considero quindi il rischio operativo al netto del rischio finanziario.
 - **UNLEVERED o asset side:** al **lordo** degli oneri finanziari, calcolo i flussi di risultato al lordo degli oneri finanziari da sostenere per ripagare i finanziatori di capitale di debito. In questo approccio considero solo il rischio operativo e mi comporto come se l'azienda non avesse alcun debito finanziario e se il rischio finanziario non esistesse.

Per calcolare il *Ke unlevered* si procede dal *Ke levered* rettificando la componente di rischio finanziario in esso considerata. Per rettificare il rischio finanziario è necessario determinare un coefficiente β *unlevered* che prescinde dalla struttura finanziaria aziendale:

$$\beta^{unlevered} = \frac{\beta^{levered}}{[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}]}$$

- $\beta^{unlevered}$ = coefficiente del solo rischio operativo
- $\beta^{levered}$ = coefficiente del rischio operativo + finanziario
- T = aliquota marginale di imposta
- D/E = rapporto di indebitamento debito/equity di una società comparabile

Questo tasso è coerente con la determinazione del **W** con approccio *levered (equity side)* al netto del rischio finanziario. Il tasso considera infatti solamente la componente di rischio operativo (*Ke*).

- **COSTO DEL CAPITALE DI TERZI (PFN)** – *Kd*: esprime il rendimento che deve essere riconosciuto ai finanziatori terzi che non apportano capitale di rischio.
Viene determinato sulla base dei contratti di finanziamento in essere, o del rapporto tra gli ONERI FINANZIARI e la PFN a valori di mercato.
Dal momento che gli Oneri Finanziari sono fiscalmente deducibili, il costo del debito *Kd* viene calcolato al netto dei benefici fiscali connesso allo “scudo fiscale” dato dal debito.

$$Kd \text{ netto} = Kd \times (1 - T)$$

- $T = \text{ONERI FINANZIARI deducibili ai fini IRES con aliquota 24\%}$
- **COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE – WACC**: è una media ponderata tra *Kd* e *Ke* che valuta il peso del debito (*PFN = debiti finanziari – crediti finanziari – liquidità*) sul totale passivo e il peso dell’equity sul totale passivo.

$$WACC = \frac{E}{[D + E]} \times Ke + \frac{D}{[D + E]} \times Kd \text{ netto}$$

Questo tasso è coerente con la determinazione del **W con approccio UNLEVERED (asset side)** al lordo del rischio finanziario. Il tasso considera infatti sia la componente di rischio operativo (*Ke*) sia la componente di rischio finanziario (*Kd*).

Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un’azienda su basi puramente reddituali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore *W* dell’azienda è funzione del reddito *R*, da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall’impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è rappresentato, come meglio esposto al paragrafo precedente, dalle seguenti alternative:

- il costo del capitale proprio Ke , che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda. Il calcolo avviene con il modello CAPM;
- il costo del capitale di terzi Kd , che esprime il costo del capitale di debito ovvero, più semplicemente, il tasso di interesse per finanziamenti bancari;
- il costo medio ponderato del capitale WACC che esprime la combinazione tra costo di capitale proprio e costo di capitale di terzi.

Inoltre, i metodi reddituali possono essere suddivisi in due gruppi a seconda della configurazione di reddito considerata:

METODI REDDITUALI SINTETICI: sono basati sulla stima di un reddito medio normale atteso (flusso di reddito normalizzato depurato delle distorsioni che caratterizzano il reddito dei particolari esercizi) e sull'ipotesi che l'azienda possa generare redditi simili per lungo tempo.

METODI REDDITUALI ANALITICI: si fondano sulla previsione di un reddito normale atteso per ciascun anno di previsione, tra i quali verrà poi calcolata una media.

Entrambi i metodi reddituali, sintetico ed analitico, sia nell'approccio *levered* che *unlevered* muovono dalla determinazione del reddito medio normale prospettico ottenuto depurando il reddito netto contabile dai componenti straordinari (quelli non attinenti alla gestione caratteristica e non ripetitivi), quelli estranei alla gestione caratteristica (come interessi su titoli); i componenti che possono essere oggetto di politiche di bilancio (come può esserlo un fondo per rischi ed oneri futuri), gli oneri fiscali, i costi latenti e altri elementi che inficiano sulla significatività del Ro (prima fra tutti la presenza di contratti di leasing in essere). Infine, è necessario rideterminare il carico fiscale sul reddito normalizzato così determinato.

La quantificazione del valore economico W dell'azienda in questione, pertanto, presuppone che una volta quantificato il reddito prospettico R ed il costo del capitale proprio K_e , del capitale di terzi K_d , nonché del costo medio ponderato del capitale WACC, il valore dell'azienda possa essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo sintetico della rendita di durata definita*
- *metodo sintetico della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso o analitico*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio e/o di terzi K_e , K_d e WACC.

Con il **metodo sintetico della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a R per un arco temporale limitato di n anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e nel caso *levered* (*equity side*). In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Nel caso, invece, dell'approccio *unlevered*, considerando il reddito operativo e dunque anche il capitale di debito, si avrà:

$$W = R a_{n|WACC} = Ro \frac{1 - (1 + WACC)^{-n}}{WACC}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo sintetico della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato, nell'approccio *levered (equity side)* da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Nell'approccio *unlevered (asset side)* il valore dell'azienda sarà, invece, determinato da:

$$W = \frac{Ro}{WACC} - PFN$$

Le due versioni non differiscono esclusivamente per l'inclusione della PFN (quale differenza tra *passività finanziarie – attività finanziarie*) nella determinazione del valore economico W dell'azienda, ma anche nella considerazione del reddito da attualizzare, ovvero: nell'approccio *levered* si attualizzano i risultati netti R che l'azienda è in grado di generare, utilizzando il tasso K_e ; nell'approccio *unlevered* vengono invece attualizzati i redditi operativi Ro , normalmente al netto della fiscalità ad essi riferibile convenzionalmente, applicando il costo medio ponderato del capitale $WACC$ come tasso di attualizzazione.

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso o analitico**, che parte non già dalla stima di un reddito medio R ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e che nell'approccio *levered (equity side)* sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

Nell'approccio *unlevered (asset side)* la formula sarà semplicemente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + WACC)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito R e tasso K_e il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni n . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da R) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendale e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento*, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

$a_{n|K_e}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un termine che esprime il sovrareddito $(R - K_e \cdot K')$, attualizzato ad un tasso K_e , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da K' moltiplicato per K_e).

K_e è al solito calcolabile tramite il CAPM.

Procedure operative di valutazione

La scelta del metodo di valutazione reddituale sintetico

Nel caso della stima oggetto del presente elaborato si è giunti alla stima del valore del capitale economico dell’azienda CARGERÀ SRL attraverso l’applicazione del metodo reddituale sintetico *unlevered*. La scelta del metodo è stata determinata dalle seguenti ragioni:

- i metodi reddituali sono procedure valutative fondate su flussi che, come noto, rappresentano criteri universali e razionali, specie se tali flussi derivano da considerazioni su risultati storici e non prospettici;
- essendo CARGERÀ SRL un’impresa manifatturiera che per lo più lavora su commessa, i metodi reddituali rappresentano un’approssimazione più accurata possibile dell’effettivo valore economico dell’azienda determinato dall’effettiva capacità della stessa di generare flussi reddituali futuri.

Tale scelta è funzionale, pertanto, al principio di valutazione secondo cui per ottenere un risultato attendibile è necessaria l’adozione di un approccio contingente di valutazione che, tenuto conto della finalità della stima e della base informativa a disposizione, sia capace di rappresentare al meglio le caratteristiche essenziali dell’azienda.

Procedure operative di valutazione

Il metodo reddituale prescelto, come meglio esposto nel paragrafo inerente le *metodologie di valutazione*, prevede che il valore del capitale economico dell’azienda W sia determinato dalla somma algebrica di due componenti:

- EV ovvero Enterprise Value = $\frac{Ro}{WACC}$
- PFN ovvero Posizione Finanziaria Netta = *tot. passività finanziarie – tot. attività finanziarie*

Relativamente all’algoritmo di calcolo effettivo, tra le alternative poste dinanzi, si è adottato il metodo sintetico reddituale *unlevered* con la formula della rendita perpetua:

$$W = \frac{Ro}{WACC} - PFN$$

Determinazione del reddito operativo normalizzato medio atteso (Ro)

Il reddito operativo medio atteso, determinato nella versione *unlevered*, è espressione con assunzione di carattere di durevolezza, delle capacità dell'azienda di generare valore futuro in ottica di *going-concern*.

Il reddito dovrà quindi essere, congiuntamente:

- NORMALIZZATO ovvero depurato dai componenti straordinari (positivi e negativi) che alterano il normale flusso reddituale determinato dalla gestione operativa caratteristica dell'azienda;
- MEDIO ovvero in grado di riflettere l'effettivo trend in atto della redditività aziendale, compensando l'andamento congiunturale;
- ATTESO ovvero prospettico, rappresentativo dell'espressione della capacità di generare reddito in ottica di *going-concern*.

Per procedere alla stima del reddito operativo normalizzato medio atteso Ro, lo scrivente si è basato esclusivamente su dati consuntivi e storici forniti dalla dott.ssa Azzolin:

- Bilanci CEE dal 2018 al 2022;
- Situazioni contabili di verifica al 31.12 degli esercizi 2018 – 2019 – 2020 – 2021 – 2022.

Nella tabella a seguire vengono riportati i dati riclassificati a valore aggiunto di Conto Economico di CARGERA SRL per le annualità esaminate, redatto sulla base dei dati CEE:

Anni	2018	2019	2020	2021	2022
	€'	€'	€'	€'	€'
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	1.798.184	1.226.681	1.290.570	554.251	1.417.458
(+/-) Var. rimanenze prodotti finiti e lavori in corso	0	5.165	4.449	140.279	(6.819)
(+) Altri ricavi	63.309	44.791	36.091	51.819	80.268
(+) Costi capitalizzati	0	0	0	0	0
Valore della produzione operativa	1.861.493	1.276.637	1.331.110	746.349	1.490.907
(-) Acquisti di merci	(93.064)	(143.608)	(118.905)	(90.743)	(145.045)
(-) Acquisti di servizi	(967.295)	(577.875)	(773.146)	(316.240)	(919.357)
(-) Godimento beni di terzi	(133.867)	(121.335)	(90.049)	(46.505)	(22.159)
(-) Oneri diversi di gestione	(11.400)	(4.725)	(4.052)	(8.328)	(7.238)
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	3.004	57.338	(30.650)	(14.852)	8.468
Costi della produzione	(1.202.622)	(790.205)	(1.016.802)	(476.668)	(1.085.331)
VALORE AGGIUNTO	658.871	486.432	314.308	269.681	405.576
(-) Costi del personale	(634.106)	(526.626)	(454.907)	(277.175)	(361.926)
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	24.765	(40.194)	(140.599)	(7.494)	43.650
(-) Ammortamenti	(25.918)	(24.650)	0	(26.246)	(23.189)

(-) Accanton. e sval. attivo corrente	(1.943)	0	0	0	(2.712)
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(3.096)	(64.844)	(140.599)	(33.740)	17.749
(-) Oneri finanziari	(3.668)	(3.429)	(6.027)	(4.372)	(4.387)
(+) Proventi finanziari	12.867	12.866	12.061	11.555	3.762
Saldo gestione finanziaria	9.199	9.437	6.034	7.183	(625)
(-) Altri costi non operativi	0	0	0	0	0
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	4.027	0	7.981	16.322	9.941
Saldo altri ricavi e costi non operativi	4.027	0	7.981	16.322	9.941
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	10.130	(55.407)	(126.584)	(10.235)	27.065
(-) Imposte sul reddito	(3.294)	(28.296)	(40.331)	0	(6.529)
RISULTATO NETTO	6.836	(27.111)	(86.253)	(10.235)	20.536

Nella determinazione del Ro le rettifiche applicate hanno l'obiettivo di omogeneizzare i componenti reddituali di costo e di ricavo al fine di determinare, come anzi detto, un reddito operativo medio normale atteso di riferimento per gli esercizi futuri (flussi reddituali futuri).

La finalità perseguita dalla normalizzazione è, dunque, la purificazione dalla casualità di una serie di componenti di reddito contingenti, in modo da ricondurli ad un rapporto di effettiva competenza col periodo di riferimento, così pervenendo a rendere omogenea la successione dei dati annuali, sostituendo ad un'informazione spesso di dubbia attendibilità ed incerto significato un'informazione rispondente a regole chiaramente definite e costanti nel tempo.

Sul piano meramente applicativo, tale processo di normalizzazione comporta, a partire dall'analisi delle situazioni contabili di verifica, l'individuazione e l'eliminazione di:

- Proventi ed oneri estranei alla gestione operativa e non ripetibili negli esercizi futuri;
- Effetti di politiche di bilancio distorsive rispetto al fine di una corretta misurazione contabile dei risultati conseguiti.

Nel caso di specie, lo scrivente ha dunque provveduto a valutare ed apportare le seguenti rettifiche:

- Storno dei contributi in conto esercizio i quali, per definizione, hanno natura straordinaria e non consueta;
- Storno di perdite su crediti con carattere di straordinarietà;
- Storno di sopravvenienze attive e sopravvenienze passive le quali, sempre per loro definizione rappresentano componenti straordinarie nella determinazione del reddito d'esercizio;
- Storno delle quote capitale dei canoni di leasing desumibili dalla situazione di verifica, in quanto la corretta rappresentazione a bilancio dei contratti di leasing richiede il metodo finanziario il quale prevede l'iscrizione degli interessi passivi e dell'ammortamento del cespote a conto economico, con rettifica del costo dei canoni di leasing, inserendo a stato patrimoniale anche il valore del cespote al netto dell'ammortamento cumulato (valore contabile residuo) nonché il debito verso la società di leasing. Tali rettifiche si sono rese possibili con le informazioni in nota integrativa ai sensi dell'art. 2427 c.c. nonché nella situazione di verifica al 31.12 di ciascun esercizio;

- Storno del compenso amministratori la cui entità rappresenta per ciascun esercizio esaminato un forte elemento distorsivo in quanto eccessivamente variabile e non direttamente riconducibile all'effettivo risultato di gestione operativa.
- Appare doveroso, inserire una precisazione circa i proventi reddituali generati dall'impianto fotovoltaico il quale non rappresenta certamente un flusso reddituale generato dall'attività operativa caratteristica, pur tuttavia non ha nemmeno carattere di straordinarietà essendo un valore pressoché lineare per tutti gli esercizi esaminati¹; pertanto non si è ritenuto di rettificare il reddito operativo di ciascun esercizio del valore di tale provento.

Successivamente alle rettifiche si è apportato il correttivo al reddito operativo lordo rettificato di ciascun esercizio con il corrispondente tasso di inflazione² che vede scontati i valori di ciascun anno in riferimento al 2024 (anno di valutazione).

In riferimento ai redditi deflazionati per ciascun anno, dal 2018 al 2022, in ragione del forte elemento distorsivo rappresentato dal COVID-19 che ha notevolmente influenzato la redditività di alcuni settori manifatturieri, primo tra tutti quello dell'abbigliamento e confezioni, si è ritenuto opportuno non includere nel calcolo del reddito operativo medio normalizzato i valori riferiti agli esercizi 2020 e 2021 quali principalmente influenzati da tale elemento di discontinuità nel trend andamentale.

Al reddito lordo rettificato medio determinato come sopra esposto sono quindi stati dedotti gli ammortamenti teorici riferiti ai beni in leasing. Il reddito medio ante imposte così determinato è pari ad Euro 77.331,00.

Su tale risultato lordo sono state calcolate le imposte figurative teoriche sulla base di un *tax rate* del 27,90% (IRES + IRAP Veneto 2024).

In questo modo, il reddito operativo normalizzato medio atteso Ro di riferimento per la presente valutazione è stato quantificato in Euro 55.756,00.

¹ I proventi generati dall'impianto fotovoltaico sono: Euro 21.205 per il 2018, Euro 20.294 per il 2019, Euro 20.722 per il 2020, Euro 22.111 per il 2021 ed Euro 22.553 per il 2022.

² I singoli tassi di rivalutazione derivano dalla consultazione del portale ISTAT all'indirizzo <https://rivaluta.istat.it/Rivaluta/>.

	2018	2019	2020	2021	2022
RISULTATO NETTO	6.836	(27.111)	(86.253)	(10.235)	20.536
(+) Imposte sul reddito	3.294	28.296	40.331	0	6.529
Storno contributi c/esercizio					(9.940)
Storno plusvalenze				(1.948)	(1.005)
Storno perdite su crediti					2.712
Storno sopravvenienze attive	(8.593)	(144)	(12.613)	(24.850)	(4.114)
Storno sopravvenienze passive				3.845	4.377
Storno quote canoni leasing	49.183	49.183	29.035	20.722	20.722
Storno compenso amministratori	122.825	93.209	65.499	5.329	116.419
REDDITO LORDO RETTIFICATO	173.546	143.434	35.998	(7.138)	156.236
CORREZIONE MONETARIA (inflazione) - adeguamento al 2024	1.170	1.165	1.168	1.147	1.061
https://rivaluta.istat.it/Rivaluta/					
REDDITI DEFLAZIONATI	203.048	167.100	42.046	(8.187)	165.767
REDDITO LORDO RETTIFICATO MEDIO	178.638				
(esclusi 2020 e 2021 per distorsione COVID-19)					
AMMORTAMENTI BENI IN LEASING	(101.308)				
REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO ANTE-IMPOSTE	77.331				
IMPOSTE TEORICHE (Tax rate = 27, +90%)	(21.575)				
REDDITO OPERATIVO MEDIO NETTO	55.756				

Determinazione del costo del capitale proprio (Ke)

Il modello maggiormente utilizzato per suddetto calcolo è il CAPM: acronimo di “Capital Asset Pricing Model”, è un modello di equilibrio dei mercati finanziari proposto da W.Sharpe, che gli fruttò insieme a M.Miller e H.Markowitz il premio Nobel per l'economia nel 1990.

Secondo la teoria del CAPM, il costo del capitale proprio, Ke, equivalente al tasso del rendimento atteso dell'attività aziendale Ri, viene considerato come il tasso di rendimento del capitale proprio o il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai propri soci o azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti e investiti. Essendo un rendimento per il socio è legato al rischio a cui quest'ultimo si espone, ovvero il rischio sistematico e quello tipico dell'investimento.

$$CAPM = K_e = R_f + \beta (r_m - r_f)$$

Ovvero

$$CAPM = K_e = R_f + \beta \times ERP$$

Nell'applicazione della formula così rappresentata si sono considerati, quindi:

- K_e , è il costo del capitale proprio o tasso di rendimento minimo;
- R_f è il tasso *risk-free* dell'investimento. Tale tasso non incorpora concettualmente il rischio: solitamente si considera pari al tasso di rendimento dei titoli di Stato di una nazione a medio-lungo termine, per via della remota possibilità di default; normalmente per l'Italia viene scelto il tasso medio dei BTP a dieci anni³ e implica che l'investimento nell'attività aziendale deve almeno restituire tale rendimento. La scelta dell'orizzonte temporale dei titoli di Stato di riferimento è in derivazione della presunzione che una Nazione non abbia possibilità concrete di fallimento, tuttavia, sulla curva a trent'anni si scaricano troppe incertezze, per questo nella pratica vengono solitamente usati i tassi decennali;
- $\beta \times (R_m - R_f)$ o anche $\beta \times (ERP)$ è l'*equity risk premium*, ovvero l'extra rendimento del mercato di riferimento in eccesso rispetto a quello risk-free. Il β esprime la correlazione tra i rendimenti, fungendo da fattore di ponderazione del rischio; sull'ERP incidono una molteplicità di fattori, tuttavia è possibile affermare agevolmente che è *country-specific*, dato che dipende dal paese di riferimento e varia a seconda del mercato analizzato: molto spesso, per ottenere un'estrema precisione del modello solitamente si sottrae all'ERP il valore dell'inflazione.

Tasso Free risk (R_f)	3,43%
Equity Risk Premium (<i>ERP</i>)	7,81%
Beta Unlevered ($\beta^{unlevered}$)	0,91 ⁴
Scelta del Beta	Beta unlevered
Costo del Capitale Proprio (Ke)	10,51%

³ Nel caso di specie il tasso di riferimento è stato individuato al seguente link:

<https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/spread/GBTI10J.MTS>

Dal momento che tale tasso è espresso sempre al lordo dell'aliquota fiscale, il tasso netto è stato determinato con applicazione dell'aliquota fiscale.

⁴ Il $\beta^{unlevered}$ proposto è stato determinato secondo il database *Damodaran* in riferimento a Gennaio 2024 per aziende del settore abbigliamento e confezioni.

Determinazione del costo del capitale di debito (Kd)

La determinazione del costo del capitale di terzi, ovvero del capitale di debito, è avvenuta mediante l'applicazione della formula seguente con riferimento i dati a bilancio CEE al 31.12.2022:

$$Kd = \frac{\text{oneri finanziari (o interessi passivi)}}{PFN}$$

La PFN è stata determinata dopo la riclassificazione col metodo gestionale dello stato patrimoniale di bilancio CEE al 31.12.2022, da cui si sono estrapolati i dati come sotto meglio rappresentati:

DESCRIZIONE VOCI	VALORE AL 31.12.2022
Debiti v/banche a breve termine	76.844
Altri debiti finanziari a breve	0
Debiti v/banche a lungo termine	80.541
Altri debiti finanziari a lungo	0
Finanziamento soci	0
Debiti Leasing	0
(Crediti finanziari)	0
(Cassa e banche c/c)	(41.980)
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO - PFN	115.405

Oneri finanziari	4.387
PFN	115.405
Costo del Capitale di debito (Kd)	3,80%

Determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC)

La determinazione del costo medio ponderato del capitale WACC ha visto la combinazione dei due precedenti costi del capitale K_e e K_d , ponderati mediante il peso rispettivamente di equity e debito sul totale fonti, nelle proporzioni della struttura finanziaria dell'impresa oggetto di stima individuate nel bilancio CEE al 31.12.2022 della stessa. La determinazione del WACC è pertanto rappresentata dall'applicazione della seguente formula e dei rispettivi dati:

$$WACC = \frac{E}{[D + E]} \times K_e + \frac{D}{[D + E]} \times K_d \text{ netto}$$

Ke	10,51%
Kd lordo	3,80%
TAX	24%
Kd net tax	2,89%
E	157.385
D	405.775
Costo medio ponderato del Capitale (WACC)	7,55%

Sintesi quantitativa: la determinazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima

Le considerazioni finora esposte hanno condotto, sul piano quantitativo, alla determinazione del valore del capitale economico della CARGERÀ SRL come di seguito rappresentato:

$$W = \frac{Ro}{WACC} - PFN$$

Ro	55.756
WACC	7,55%
PFN	115.405
Valore economico del Capitale (W)	622.676

Il valore economico di CARGERÀ SRL, alla data di riferimento della stima, è pertanto complessivamente determinato in Euro 622.676.

Conclusioni

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'intera azienda CARGERA SRL attraverso l'impiego tecniche analitiche, che ne hanno assunto il valore quale capacità intrinseca dell'azienda valutata di generare redditi futuri.

Conseguentemente alla stima del valore economico complessivo dell'azienda CARGERA SRL, la definizione del valore economico della partecipazione di [REDACTED] in CARGERA SRL pari all'1% del capitale sociale di quest'ultima prevede che il valore economico dell'intera azienda venga ragguagliato alla quota di partecipazione vero oggetto della stima.

Di conseguenza, il valore della quota di partecipazione da valutare corrisponde all'1% del valore economico complessivo della CARGERA SRL, ovvero ad Euro 6.226,72 arrotondato convenzionalmente ad **Euro 6.000,00**.

◇ ◇ ◇

Alla luce delle verifiche contabili e delle valutazioni eseguite in osservanza ai Principi Italiani di Valutazione, e sulla scorta della documentazione acquisita ed analizzata, lo scrivente ritiene che **il valore attribuibile alla quota di partecipazione del 1% del capitale sociale di CARGERA SRL, possa essere quantificato in Euro 6.000,00**.

Tanto si riferisce e si giudica in evasione dell'incarico ricevuto dal sottoscritto.

Vicenza, lì 21.06.2024

In fede, il Perito

dott. [REDACTED]