TRIBUNALE CIVILE DI BOLOGNA

SEZIONE FALLIMENTARE

FALLIMENTO TONIMM SRL

N. 63/2020

GIUDICE DELEGATO DOTT.SSA ANNA MARIA ROSSI

CURATORE DOTT. SALVATORE CATORANO

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA JATO SRL E DI UNA QUOTA PARI AL 20% DEL CAPITALE SOCIALE

DOTT.SSA ANJA BAJIC

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Sommario

1. PREMESSA 3
1.1. Documentazione acquisita 3
2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE 4
2.1. La società e i limiti della circolazione della quota oggetto di valutazione 4
2.2. Analisi dei risultati recenti 5
2.3. Descrizione dell'azienda 10
3. I CRITERI DI VALUTAZIONE 11
3.1. Il metodo patrimoniale 12
3.2. Il metodo reddituale 13
3.3. Il metodo finanziario 14
3.4. Il metodo misto 17
3.5. I moltiplicatori di borsa 18
3.6. La scelta del metodo 18
4. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA 20
4.1. La costruzione del modello 20
4.2. Il metodo di controllo: i multipli di borsa 23
5. CONCLUSIONI 24

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

1. PREMESSA

La sottoscritta dott.ssa Anja Bajic, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili di Bologna al n. 2117/A domiciliata presso il proprio studio in Bologna, Via Tagliapietre 7, è stata incaricata dal dott. Salvatore Catorano, curatore del fallimento di "Tonimm srl" (Tribunale di Bologna n. RG 63/2020) di effettuare la stima della partecipazione pari al 20% del capitale sociale della fallita nell'azienda Jato srl esercente attività di produzione ed il commercio sia in Italia che all'estero, all'ingrosso e/o al dettaglio, di capi ed articoli di abbigliamento e relativi accessori, giusta autorizzazione del Giudice Delegato Dott.ssa Anna Maria Rossi.

1.1. Documentazione acquisita

Per lo svolgimento dell'incarico la scrivente ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione, ricevuta dal curatore dott. S. Catorano e dalla società Jato srl:

- Visura camerale e statuto;
- Bilanci d'esercizio dall'anno 2016 all'anno 2019, completi di nota integrativa e relazioni accompagnatorie;
- Bilancio di verifica contabile al 30/06/2020 e le schede contabili;
- Bilanci delle società partecipate: WA DIFFUSIONE SRL (anni 2018 e 2019), NEMA SRL (anno 2018) proprietaria del marchio Amen e atto costitutivo del 2019 della SEMAINE SRL proprietaria del marchio Walter Albini oltre a quelli delle società estere L'INDE LE PALAIS ESPANA SL (anni 2018-2019) che gestisce due negozi (uno monobrand Amen e l'altro multibrand) e JATO INDIA PVT LTD (2019);
- L'evoluzione previsionale della dinamica patrimoniale e finanziaria, economica e flussi di cassa nel periodo 2018-2024 redatto dalla società nella primavera del 2020.

Si specifica che la documentazione è stata acquisita così come fornita dalla Società, senza effettuare (per evidenti limiti di tempo e poiché non richiesta) alcuna attività di controllo e di verifica sulla veridicità dei dati ivi contenuti; la scrivente pertanto non è in grado di assumersi alcuna responsabilità sull'affidabilità e sulla rappresentatività degli stessi dati.

Da ultimo, si precisa di aver scambiato delle comunicazioni scritte e, vista l'emergenza sanitaria in corso che limita le riunioni in presenza e gli spostamenti, ha effettuato una teleconferenza con il Group Controller e il Direttore Amministrativo e Finanziario della società al fine di acquisire informazioni sull'azienda (storia, produzione, marginalità, clientela ecc) e sul mercato di riferimento.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1. La società e i limiti della circolazione della quota oggetto di valutazione

La Jato srl è stata costituita nel 1991 ed opera nel mercato del ricamo e dell'abbigliamento per il *pret-a-porter* e *couture* oltre che nella produzione e nella distribuzione di brands in licenza o di proprietà.

In particolare produce e progetta ricami e abbigliamento per grandi brand del lusso e del pret-a-porter tra i quali: Dior, Valentino, Moncler, The Attico, Elisabetta Franchi; la produzione di capi per conto terzi per la quale possiede le licenze di produzione ha rappresentato fino a poco tempo fa il *core business* della società. Oggi a fianco di questa attività a pari merito vi è la produzione e distribuzione delle collezioni per marchi pret-à-porter e street wear di proprietà o in licenza quali Amen, LaSemaine Paris, Wandering, Ih Nom Uh Nit, Buscemi.

Nella sua sede a San Lazzaro di Savena, in provincia di Bologna, conta 68 dipendenti.

Dalla visura storica della società si evince che **il capitale sociale per l'ammontare di € 100.000,00** risulta interamente sottoscritto e versato.

I soci che rappresentano il capitale sociale di complessivi **€ 100.000,00** in valore nominale sono i seguenti:

- Jacopo Giuseppe Tonelli al 80%
- **Tonimm srl al 20%.**

In relazione al **trasferimento delle quote sociali** nello statuto del 10/09/2012 della società Jato s.r.l. (v. all.1) **all'art. 9** viene specificato quanto segue:

"Le partecipazioni sono trasferibili sia per atto tra vivi che per successione mortis causa. In caso di alienazione ***gli altri soci possessori di quote avranno il diritto di prelazione*** *da esercitarsi nel modo seguente: il socio possessore di quote che intendesse cederle tutto o in parte, deve darne comunicazione scritta mediate lettera raccomandata a.r. al Consiglio di Amministrazione o all'Amministratore Unico indicando il numero di quote che intende cedere, il prezzo richiesto, le modalità di pagamento ed il compratore potenziale;* ***entro 15 gg dal ricevimento della comunicazione il Consiglio di Amministrazione o l'Amministratore Unico ne deve informare tutti i soci sempre con lettera raccomandata a.r. contenente gli elementi dell'offerta; gli altri soci, qualora intendono esercitare il proprio diritto di prelazione, devono, entro 30 gg dal ricevimento dell'offerta da parte del Consiglio di Amministratore o dell'Amministratore Unico, comunicare a questi la loro volontà.*** *Il silenzio è da intendersi quale rinuncia tacita da parte degli aventi diritto.*

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Qualora i soci dichiarino di voler concludere l'acquisto, a questi dovranno cedersi le quote poste in vendita proporzionalmente alle quote da ciascuno possedute rispetto al totale delle quote i cui titolari abbiano dichiarato di voler esercitare la prelazione.

In caso di mancata accettazione dell'offerta da parte degli aventi diritto alla prelazione, l'offerente sarà libero di procedere alla cessione a terzi delle quote ivi indicate.

A questo patto ciascun socio s'intende impegnato sin dalla comunicazione del suo intendimento ad esercitare tale diritto. Per quanto riguarda il computo dei termini di cui ai punti precedenti si applicano le norme del codice di procedura civile. La procedura prevista dal presente articolo potrà non avere luogo qualora tutti i soci esprimano il loro preventivo consenso alla cessione, dandone notizia pe riscritto all'Organo Amministrativo.

Non sono sottoposti alla procedura di cui il presente articolo i trasferimenti di quote a favore del coniuge, dei figli dell'alienante o di società appartenenti allo stesso gruppo. E' pure escluso il diritto di prelazione nel caso di trasferimenti fra fiduciante e società fiduciaria e viceversa; è invece soggetta al diritto di prelazione la sostituzione del fiduciante senza sostituzione della società fiduciaria."

2.2. Analisi dei risultati recenti

I bilanci della società in cui si evincono i dati contabili degli anni 2016-2019 che evidenziano la situazione patrimoniale ed economica riclassificata dalla sottoscritta secondo il sistema pratico più diffuso sono rappresentati di seguito:

SITUAZIONE PATRIMONIALE - ATTIVO DAL 2016 AL 2019
JATO SRL

INVESTIMENTI	Sigla	2016	2017	2018	2019
Disponibilità Liquide		39.090	4.814	107.135	95.648
LIQUIDITA' IMMEDIATE	**LI**	**39.090**	**4.814**	**107.135**	**95.648**
Crediti entro 12 mesi		5.729.939	7.502.543	7.683.926	6.138.507
Ratei e Risconti attivi		100.789	151.211	109.139	343.493
LIQUIDITA' DIFFERITE	**LD**	**5.830.728**	**7.653.754**	**7.793.065**	**6.482.000**
RIMANENZE	**RF**	**2.083.513**	**2.746.537**	**3.421.537**	**3.728.993**
ATTIVO CIRCOLANTE	**C**	**7.953.331**	**10.405.105**	**11.321.737**	**10.306.641**
Imm. immateriali		745.238	755.761	1.322.662	1.000.008
Imm. materiali		136.538	280.041	273.230	271.525
Imm. Finanziarie e crediti oltre		1.454.945	1.617.259	1.517.110	2.298.822
ATTIVO IMMOBILIZZATO	**F**	**2.336.721**	**2.653.061**	**3.113.002**	**3.570.355**
TOTALE INVESTIMENTI	**T**	**10.290.052**	**13.058.166**	**14.434.739**	**13.876.996**

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

SITUAZIONE PATRIMONIALE - PASSIVO DAL 2016 AL 2019: JATO SRL					
FINANZIAMENTI	**Sigla**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Debiti entro 12 mesi		7.152.639	9.290.462	10.465.547	9.873.787
Ratei e risconti		429.416	469.002	529.768	40.608
FINANZIAMENTI A BREVE TERMINE	***P***	**7.582.055**	**9.759.464**	**10.995.315**	**9.914.395**
TFR e debiti oltre 12 mesi		875.445	1.161.022	1.141.642	1.741.243
FINANZIAMENTI A LUNGO TERMINE	**P**	**875.445**	**1.161.022**	**1.141.642**	**1.741.243**
CAPITALE DI TERZI	**K**	**8.457.500**	**10.920.486**	**12.136.957**	**11.655.638**
Capitale		100.000	100.000	100.000	100.000
Riserve		2.706.211	2.706.209	2.706.210	2.706.212
Utili (perdite) portati a nuovo		-1.074.205	-973.659	-668.530	-508.428
Utile (perdita) dell'esercizio		100.546	305.130	160.102	-76.426
CAPITALE PROPRIO	**N**	**1.832.552**	**2.137.680**	**2.297.782**	**2.221.358**
TOTALE FINANZIAMENTI	**T**	**10.290.052**	**13.058.166**	**14.434.739**	**13.876.996**

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO DAL 2016 AL 2019: JATO SRL				
	2016	**2017**	**2018**	**2019**
RICAVI NETTI	**11.611.503**	**16.098.247**	**16.742.161**	**17.605.549**
Variazione rimanenze prodotti	724.599	663.025	674.999	307.457
Altri ricavi e proventi	194.889	249.194	843.802	415.018
VALORE DELLA PRODUZIONE	**12.530.991**	**17.010.466**	**18.260.962**	**18.328.024**
Costi materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	5.849.967	7.687.696	**8.340.889**	8.809.752
Costi per servizi	2.686.273	4.415.487	3.923.860	4.400.728
Costi per godimento beni di terzi	457.262	590.349	659.528	840.288
Oneri diversi di gestione	158.025	475.054	825.714	218.720
Totale costi della produzione	**9.151.527**	**13.168.586**	**13.749.991**	**14.269.488**
VALORE AGGIUNTO	**3.379.464**	**3.841.880**	**4.510.971**	**4.058.536**
Costi del personale	2.357.518	2.593.308	2.899.112	3.215.147
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	**1.021.946**	**1.248.572**	**1.611.859**	**843.389**
Ammortamenti e svalutazioni	574.786	443.241	663.403	478.046
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	**447.160**	**805.331**	**948.456**	**365.343**
Gestione finanziaria	191.609	99.350	295.926	293.360
Rettifiche valore attività finanziarie	0		130.000	6.076
RISULTATO ORDINARIO	**255.551**	**705.981**	**522.530**	**65.907**
Imposte anticipate/differite	84.630	217.616		
Imposte sul reddito	70.375	183.235	362.428	142.333
RISULTATO NETTO	**100.546**	**305.130**	**160.102**	**-76.426**

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Successivamente sono stati calcolati diversi indici ed indicatori di cui si commentano alcuni più significativi.

Si fa presente che l'analisi degli indici di **composizione del capitale investito** denotano negli ultimi anni **un crescendo degli investimenti immobilizzati immateriali e finanziari**[1] rivolti all'acquisto delle quote dei marchi e delle partecipazioni nelle imprese del settore; **gli investimenti risultano accompagnati dall'aumento dell'indebitamento verso terzi**[2]. A seguito di ciò, dal punto di vista finanziario, sia il quoziente di autonomia finanziaria in forma diretta (proporzione esistente fra mezzi propri e mezzi di terzi) che in forma indiretta (l'incidenza del capitale proprio sul totale dei finanziamenti) si trovano nella zona "pericolo"[3] dimostrando la **scarsa autonomia finanziaria della società.**

Oltre ad analizzare come si muovono i valori degli indici relativi all'attivo e al passivo, è importante verificare il loro dinamismo in maniera parallela tramite l'analisi degli indici di solidità patrimoniale che rappresentano la solvibilità dell'azienda proiettata in un orizzonte di medio- lungo periodo. Nel caso in esame si evince **il bilanciamento tra le attività a medio-lungo termine le**

1

INDICE DI IMMOBILIZZO DEGLI INVESTIMENTI				
	2016	2017	2018	2019
Attivo Immobilizzato/Totale Investimenti (F/T)	0,23	0,20	0,22	0,26

2

INDICE DI INDEBITAMENTO IN FORMA DIRETTA				
	2016	2017	2018	2019
Capitale di terzi/capitale proprio (K'/N')	4,62	4,88	5,20	5,26

[3] cfr. O. Paganelli "Analisi di Bilancio; Indici e Flussi", Torino, 2002

QUOZIENTE DI AUTONOMIA FINANZIARIA IN FORMA DIRETTA				
	2016	2017	2018	2019
capitale proprio/capitale di terzi (N/K)	0,22	0,20	0,19	0,19

QUOZIENTE DI AUTONOMIA FINANZIARIA IN FORMA INDIRETTA				
	2016	2017	2018	2019
Capitale proprio/totale finanziamenti (N/T)	0,18	0,16	0,16	0,16

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

quali risultano sufficientemente coperte dai mezzi propri e di terzi[4]. In merito a tale copertura si rileva inoltre che la società ha **un buon livello di patrimonializzazione** grazie alle riserve accantonate nel corso degli anni che permetterebbero di assorbire l'eventuale conseguimento di perdite future. Per quanto riguarda **l'equilibrio di breve termine il capitale circolante netto risulta positivo** per tutto il periodo analizzato[5] e il quoziente di liquidità generale risulta superiore a 1 dimostrando che **l'attivo a breve copre il passivo a breve termine.**

Anche la **gestione caratteristica** rappresenta un buon autofinanziamento della società in quanto, come si vede nel conto economico riclassificato, negli ultimi anni la società **ha conseguito un fatturato e un Ebitda sempre positivi e crescenti** ad eccezione per quest'ultimo indicatore il quale nell'anno 2019 risulta diminuito rispetto al triennio precedente attestandosi comunque al valore positivo pari a circa € 844.000. **Nel quadriennio esaminato il fatturato è cresciuto di circa 46%.** Infine va segnalato che i risultati economici vantaggiosi permangono anche dopo la gestione finanziaria mantenendo la società **i redditi operativi ante imposte sempre positivi.**

La società ha messo a disposizione della scrivente **il bilancio di verifica alla data del 30/06/2020** in cui i dati economici non positivi riflettono le conseguenze del lockdown dei mesi di marzo/aprile 2020 imposto per l'emergenza sanitaria di coronavirus che ha colpito l'economia globale. Il fatturato della Jato srl a metà anno[6] si è ridotto del più del 50% rispetto alla metà del fatturato conseguito nell'anno 2019 segnalando la necessità di razionalizzare i costi per servizi e altri; inoltre, dopo breve pausa estiva, il nostro paese, come diversi altri, sta affrontando la "*seconda ondata*" e i nuovi lockdown che richiedono ulteriore ottimizzazione dei costi e il maggiore sforzo alle imprese anche in termini di investimenti mirati alle correnti esigenze di mercato (ad esempio vendite, showroom ed eventi digitali, nuove strategie con identificazione dei partner strategici).

4

INDICE DI COPERTURA DELL'ATTIVO IMMOBILIZZATO ALLARGATO				
	2016	2017	2018	2019
Capitale proprio+finanziamenti a lungo/Attivo Immobilizzato ((N+P)/F)	1,16	1,24	1,10	1,11

5

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO				
	2007	2008	2009	2010
Attività correnti - Passività correnti	371.276	645.641	326.422	392.246

[6] pari ad € 3.936.224,13

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Il management della Jato srl ha inoltrato alla scrivente **l'estratto del piano industriale 2018-2024** redatto in primavera del 2020 in cui si prevedeva un ritorno alla redditività pre -covid nel 2023. Oggi a seguito della **seconda ondata pandemica** il management, tenendo conto degli ordini già pervenuti per la stagione primavera/estate 2021 (che verranno fatturati nell'anno 2021) e stimando un primo segnale di ripresa del mercato globale con conseguente incremento degli ordini ad iniziare dalla stagione primavera/estate 2022, **ha rivisto il piano** segnalando alla scrivente la seguente previsione del fatturato: **Fatturato 2020: Euro 9 ml; Fatturato 2021: Euro 9 ml; Fatturato 2022: Euro 11 ml.**

Alla luce degli ultimi aggiornamenti ricevuti dalla società l'evoluzione dell'Ebitda contenuta nel Piano Industriale sopra nominato è stata modificata dalla scrivente, **nell'arco temporale limitato al periodo 2020-2022** in cui si ritiene oggi credibile, vista l' enorme incertezza dello sviluppo dell'economia globale, poter posizionare i dati previsionali, tenendo conto oltre che dei minori fatturati anche della minore incidenza dei costi variabili in quanto, come già asserito dalla società, direttamente proporzionali al fatturato (ad eccezione di costi per locazioni, commissioni e spese bancarie e di factoring difficilmente variabili nel breve arco del tempo).

Pertanto gli EBITDA previsionali redatti dalla società ed aggiornati con le nuove prospettazioni (anni 2020bis, 2021bis e 2022bis) forniscono i dati economici di seguito riportati:

	2020	2020bis	2021	2021bis	2022	2022bis
Ricavi delle vendite	11.114.159		14.448.407		15.315.311	
Altri ricavi	329.448		428.282		483.262	
Ricavi totali	**11.443.607**	**9.000.000**	**14.876.689**	**9.000.000**	**15.798.573**	**11.000.000**
Costo del venduto	-5.540.238	-4.336.757	-6.904.775	-4.157.601	-7.162.554	-4.963.635
Margine 1° livello	**5.903.369**	**4.663.243**	**7.971.914**	**4.842.399**	**8.636.019**	**6.036.365**
Costi diretti di Business	-2.122.058	-1.661.092	-2.163.608	-1.302.782	-2.151.811	-1.491.200
Valore Aggiunto	**3.781.311**	**3.002.151**	**5.808.306**	**3.539.617**	**6.484.208**	**4.545.166**
Costo del personale	-2.215.960	-1.734.597	-2.880.748	-1.734.597	-3.053.593	-2.116.133
Spese commerciali di struttura	-60.000	-46.966	-111.575	-67.183	-118.489	-82.113
Spese per consulenze	-155.000	-121.330	-119.014	-71.662	-126.389	-87.587
Spese generali	-190.000	-148.727	-252.904	-152.282	-268.576	-186.123
Commissioni e spese bancarie	-96.993	-96.993	-114.841	-114.841	-127.134	-127.134
Altre commissioni e spese	-59.493	-59.493	-77.341	-77.341	-82.134	-82.134
Oneri su factoring	-37.500	-37.500	-37.500	-37.500	-45.000	-45.000
Locazioni	-723.174	-723.174	-728.598	-728.598	-735.884	-735.884
Altri ricavi e proventi	53.958		70.145		74.492	
Costi della struttura	**-3.484.162**	**-2.968.780**	**-4.252.376**	**-2.984.005**	**-4.482.707**	**-3.462.108**
Accantonamenti FCS	-68.662	-68.661	-59.507	-59.506	-23.698	-23.697
EBITDA	**228.487**	**-35.290**	**1.496.423**	**496.106**	**1.977.803**	**1.059.361**

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

2.3. Descrizione dell'azienda

L'azienda oggetto di valutazione comprende il complesso di beni condotti a San Lazzaro di Savena (BO) negli uffici amministrativi, magazzini e laboratori (creazione e progettazione stile, controllo qualità, confezione, archivio storico) siti in Via Ca' Ricchi 18-20-22-24 ed in via Speranza 44 e nel temporary shop in Via Kennedy 71 oltre all'ufficio commerciale e il showroom a Milano in Via Serbelloni 7[7] che includono:

- ✓ immobilizzazioni immateriali (in particolare costi di sviluppo, brevetti e altri diritti di utilizzazioni delle opere dell'ingegno, concessioni, licenze marchi e diritti simili) e immobilizzazioni finanziarie rappresentate da partecipazioni detenute in varie società estere (JATO INDIA PVT LTD e L'INDE LE PALAIS ESPANA SL) ed italiane;[8]
- ✓ immobilizzazioni materiali rappresentate principalmente da impianti e macchinari.

E' di tutta evidenza come il valore dell'azienda debba essere identificato pressoché integralmente in esperienza pluriennale, portafoglio clienti e know-how della produzione e della commercializzazione di capi di abbigliamento e di accessori con marchi propri e in licenza oltre a quelli della produzione di ricami e di abbigliamento per conto terzi tramite i quali la Società realizza i maggiori volumi di vendite.

Tale precisazione si rende necessaria ai fini dell'individuazione del metodo di valutazione che meglio si adatti alle caratteristiche dell'azienda oggetto di stima, da scegliersi fra quelli sinteticamente passati in rassegna nel capitolo che segue.

[7] n.b. un'altra unità locale a Milano sita in Via Lapighi 7 è cessata nel corso dell'anno per ridurre i costi

Società partecipate

Denominazione C. Fiscale	Dt inizio	Quota	Valore nominale	% possesso	Tipo diritto
WA DIFFUSIONE - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA, IN FORMA ABB REVIATA WA DIFFUSIONE S.R.L. 01356120558	17/07/2017	-	3.000,00	30 %	proprieta'
NEMA S.R.L. 02264461205	02/07/2002	-	32.500,00	65 %	proprieta'
LA SEMAINE S.R.L. 11040020969	13/11/2019	-	2.700,00	27 %	proprieta'

[8]

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

3. I CRITERI DI VALUTAZIONE

La teoria economico-aziendale e la pratica professionale giudicano affidabile una stima, e quindi un valore, quando questa si ispira ai seguenti principi:

- razionalità, nel senso che la stima deve derivare da un processo logico chiaro, convincente e obiettivo, e come tale largamente condivisibile;
- dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula valutativa grandezze supportate da dati controllabili e aventi un accettabile grado di credibilità;
- unitarietà, nel senso che la stima deve portare ad un valore unitario dell'azienda, piuttosto che derivare dalla somma di singoli elementi considerati disgiuntamente tra di loro (con qualche eccezione);
- neutralità, che comporta l'esclusione dalla determinazione del valore di scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate e decisioni non disinteressate;
- stabilità, nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti, che possono per brevi periodi esaltare o deprimere il valore delle aziende, o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

Nella dottrina e nella pratica professionale, il valore di un'azienda può essere espresso come valore di "capitale economico" ovvero come valore di "capitale potenziale".

Il valore di "capitale economico" assume a riferimento una capacità già dimostrata o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse esistenti e individuabili, tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi nel breve termine (in sostanza, le capacità c.d. "in atto" o "acquisite"). Esprimono, ad esempio, valori di capitale economico i flussi di reddito o di cassa del passato, in quanto certi, ovvero, i flussi di reddito stimati per l'immediato futuro, in quanto tengono conto di un trend già formatosi nel presente.

Il valore "di capitale potenziale", invece, assume a riferimento una capacità non ancora dimostrata, seppur possibile o ipotizzabile con qualche fondamento, sulla base non delle capacità "in atto", ma di capacità future che tengono conto delle nuove strategie, delle possibili sinergie acquisibili, ecc. Esprimono valori di capitale potenziale i flussi di cassa futuri e i flussi di reddito riferiti ad anni a venire, che assumono un grado di incertezza crescente in funzione del tempo.

Limitando il discorso ai flussi di reddito, si può dire che nel primo caso i redditi storici e la loro ragionata proiezione nel prossimo futuro sono l'essenza del calcolo; nel secondo caso i redditi

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

storici possono anche essere privi di significato, perché lo sguardo spazia nel medio e nel lungo termine futuro. La distinzione tra valori in atto e potenziali non è correlata alla durata del flusso, che in ogni caso è sempre abbastanza lunga (o in alcuni casi indeterminata), attesa la presumibile vita dell'impresa che, come noto, è istituto atto a perdurare nel tempo.

Sulla scorta di quanto sopra precisato in merito alla definizione di valore, i metodi da utilizzare per la stima di detto valore possono ispirarsi a:

- valori stock, che tengono cioè conto dei soli elementi patrimoniali dell'azienda (es. il metodo patrimoniale);
- valori flusso, che tengono conto della capacità dell'azienda di produrre ricchezza in futuro (es. il metodo reddituale e il metodo finanziario);
- sintesi di valori stock e di valori flusso (metodi misti);
- valori dedotti dal mercato o dall'esperienza (prezzi probabili);
- valori di liquidazione (utilizzabile per le sole società in fase di cessazione).

Effettuate le sintetiche ma doverose precisazioni che precedono sui criteri e i principi ispiratori dei metodi di stima, si illustrano di seguito i più diffusi nella pratica professionale, per addivenire – al termine del capitolo - all'esposizione delle ragioni che hanno portato la scrivente all'adozione di uno o più dei metodi illustrati per la valutazione della società.

3.1. Il metodo patrimoniale

Con il metodo patrimoniale il valore dell'azienda coincide con il c.d. patrimonio netto rettificato, determinato come differenza degli elementi patrimoniali attivi espressi a valori correnti di mercato e le passività aziendali espresse a valore di estinzione (che molto spesso coincide con il valore nominale).

Il metodo patrimoniale viene solitamente classificato in semplice e complesso, a seconda che si includano nel perimetro della valutazione i beni immateriali non presenti in bilancio (i c.d. *intangibile asset*).

Tradizionalmente tale metodo – particolarmente indicato per le aziende fortemente patrimonializzate o per determinati tipi di operazioni in cui si vuole evidenziare il valore analitico del patrimonio, come nei conferimenti o nelle trasformazioni – è stato impiegato nella sua accezione semplice, poiché la stima di beni quali brevetti, marchi, know-how, ecc è storicamente considerata ostica e caratterizzata da un elevato grado di aleatorietà.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

In realtà già da tempo i criteri di valutazione degli *intangibles* sono stati notevolmente affinati, anche con il contributo dei principi contabili internazionali, con il passaggio dal costo storico al *fair value* e la previsione di una vita economica indefinita.

Nella sua accezione complessa il valore cui si perviene con il metodo patrimoniale è la somma del patrimonio netto rettificato (in simboli "K") – che si ottiene anche aggiungendo/sottraendo al patrimonio netto contabile (PN) le rettifiche di valore (R) relative alle attività di natura non finanziaria (cespiti, scorte, crediti, ecc.) – e del risultato dell'integrazione dei beni immateriali identificati (BI), cioè:

$$K = PN +/- R + BI$$

Il patrimonio netto contabile è quello che risulta dalla contabilità aziendale. Nella pratica esso viene revisionato per controllare che tutti gli elementi siano stati rilevati secondo corretti principi contabili.

Tale metodo è caratterizzato da un limitato grado di soggettività, in quanto il patrimonio netto rettificato deriva dal valore dei singoli elementi patrimoniali, le cui valutazioni trovano normalmente riscontro nella realtà operativa dell'azienda, e consente di esprimere il capitale economico in forma analitica come somma delle sue parti aggreganti (beni strumentali, magazzino, crediti e debiti commerciali, crediti e debiti finanziari, intangibles, ecc) ma presenta un rilevante limite, e cioè quello di non tener conto dell'organizzazione aziendale, del legame esistente tra i vari elementi e, quindi, della capacità dell'azienda di produrre ricchezza in futuro.

3.2. Il metodo reddituale

Il metodo reddituale giunge al valore dell'azienda mediante l'attualizzazione di una rendita i cui termini sono rappresentati dai redditi che in futuro presumibilmente si potranno ritrarre dalla stessa. Esso, pertanto, non ammette scomposizioni arbitrarie del valore nei singoli elementi patrimoniali, considera l'azienda come una istituzione unitaria capace di produrre reddito, e quindi un *tutto* inscindibile e organizzato. Se ne distinguono due principali tipologie:

a) il metodo reddituale semplice, in cui il valore dell'azienda coincide con il valore attuale di una rendita illimitata;

$$W = R/i$$

b) il metodo reddituale complesso, dove il valore dell'azienda deriva dal valore attuale di una rendita a tempo determinato (e quindi con un numero limitato di termini).

$$W = R \cdot a_{n\neg i}$$

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

dove W rappresenta il valore dell'azienda, R il reddito, i il tasso di attualizzazione e n il numero limitato di anni preso in considerazione.

I redditi che costituiscono i termini della rendita da attualizzare (R) possono essere costanti (ipotesi più semplice) ovvero variabili.

È opinione prevalente che ci si debba riferire ad una nozione di reddito:

- prelevabile, calcolato dopo aver correttamente remunerato tutti i fattori della produzione consumati, compresi quelli per eventuali compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio (es. stipendio direzionale, fitti figurativi, ecc.);
- annuo prospettico, calcolato analizzando l'evoluzione delle condizioni interne ed esterne all'azienda e determinando, in funzione di esse, un durevole flusso di redditi ragionevolmente prevedibile;
- medio normale stabilizzato d'esercizio, inteso nel senso che lo scenario di riferimento si deve riferire a condizioni di gestione medio-normali che escludono ipotesi di sviluppo particolarmente favorevoli o sfavorevoli;
- espresso in potere di acquisto costante, calcolato con riferimento alla data di effettuazione della stima.

3.3. Il metodo finanziario

Il metodo finanziario, di origine tipicamente anglosassone, determina il valore dell'azienda mediante l'attualizzazione dei flussi monetari che la stessa sarà in grado di fornire nel tempo. Data l'impossibilità di prevedere esattamente l'intera serie di flussi di cassa, si adotta la soluzione di determinare con esattezza gli stessi per un arco temporale definito e di stimare il valore residuo dell'azienda al termine di tale periodo.

Il principio è identico a quello del metodo reddituale (sono entrambi ispirati a valori flusso), con la differenza che quest'ultimo considera una grandezza (il reddito) che deriva dal flusso di cassa, e più precisamente, apportando a questo le c.d. "rettifiche per competenza", cioè l'insieme di tutti gli assestamenti contabili (*accruals* and *defferals* nella letteratura anglosassone) effettuati per passare dalla competenza finanziaria alla competenza economica.

Il metodo finanziario considera l'azienda come qualunque altro investimento, per il quale si può ragionare in termini di teoria del sacrificio: l'azienda è vista come un qualunque altro affare per il quale si sacrifica una capacità di consumo (il prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda) per rinviarla al futuro (i flussi di cassa che si potranno ritrarre da essa).

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Esiste una duplice configurazione del metodo finanziario:

- il metodo finanziario "unlevered" o dei flussi finanziari operativi (c.d. asset side approach);
- il metodo finanziario "levered" o dei flussi finanziari disponibili (c.d. equity side approach).

La prima configurazione ignora la struttura finanziaria dell'impresa, nel senso che non considera le modalità di finanziamento aziendale, e pertanto considera il flusso di cassa lordo (cash flow operativo) derivante dalla gestione caratteristica dell'azienda, senza sottrarre gli oneri finanziari sui capitali presi a prestito, né il rimborso dei debiti, in modo tale che il flusso di cassa esprima il "rendimento" dell'investimento globale dell'impresa (asset side) disponibile per gli azionisti e per i finanziatori.

La seconda configurazione, al contrario, tiene conto delle modalità di finanziamento aziendale, sottraendo pertanto al flusso di cassa lordo gli oneri finanziari e le somme destinate al rimborso dei debiti, in modo da pervenire al flusso di cassa netto (net cash flow) e quindi al "rendimento" dell'investimento disponibile per i soli azionisti (equity side).

Detto valore è dato pertanto – di regola - dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- ✓ il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà presumibilmente in grado di generare in futuro (il cosiddetto Enterprise Value), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital o WACC); tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito, nonché il valore attuale del cosiddetto "valore finale" (Terminal Value), calcolati secondo la formula finanziaria della rendita perpetua;
- ✓ la posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato;
- ✓ il valore di mercato delle attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (surplus assets).

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^{t} \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{CF_t\ (1+g)\ /\ (k-g)}{(1+k)^t} + SA - D$$

CF = flussi di cassa prospettici attesi

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

K = costo medio ponderato del capitale (WACC)

g = tasso nominale di crescita del mercato nel lungo periodo

SA = Surplus Assets

D = posizione finanziaria netta

Nella fattispecie oggetto della presente relazione, SA (surplus asset) è pari a zero, non essendovi beni ulteriori rispetto a quelli operativi facenti parte dell'azienda medesima.

I flussi di cassa attesi (CF) hanno natura operativa e sono legati all'attività caratteristica della società. Essi si ottengono costruendo un modello economico-patrimoniale fondato su ipotesi relative alle previsioni di ricavo e di costo (fatturati e marginalità conseguibili dall'entità destinataria del trasferimento d'azienda) e sulle relative ipotesi patrimoniali (fondamentalmente, rotazione di clienti, fornitori e magazzino), e ricavando dallo stesso modello le conseguenti proiezioni finanziarie (rendiconto).

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (WACC), che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario. Viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = Ke \frac{E}{D+E} + Kd\ (1-t) \frac{D}{D+E}$$

Dove:

ke = costo del capitale proprio

Kd . (1-t) = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

D = posizione finanziaria netta

E = valore di mercato del patrimonio netto.

In ipotesi come quella di specie la componente relativa al debito sarà pari a zero e il tasso di attualizzazione viene a coincidere con il costo del capitale proprio, che viene stimato nella prassi prevalente sulla base del c.d. Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente formula:

$Ke = Kf + \beta^{*}Kr+\alpha$

Dove:

- ✓ Kf = tasso di rendimento risk free, normalmente assunto in misura considerato pari al tasso di rendimento dei titoli di stato BTP a 20 anni.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

- ✓ β = coefficiente di volatilità o rischio sistematico, con il quale si vuole esprimere la maggiore (β >1) o minore (β <1) rischiosità del settore di appartenenza rispetto alla media, in caso di oscillazioni del mercato.
- ✓ Kr = premio per il rischio di mercato
- ✓ α = coefficiente di rischiosità specifica

3.4. Il metodo misto

Il metodo misto perviene al valore dell'azienda mediante combinazione del metodo patrimoniale e del metodo reddituale. Ne esistono diverse versioni:

- metodo del *valore medio*, in cui si procede alla media dei valori derivanti dai due metodi, che può essere a sua volta una media aritmetica semplice, in cui si attribuisce a ciascun valore un peso del 50%, ovvero una media aritmetica ponderata, in cui si può decidere di attribuire al valore derivante da un metodo (es. quello reddituale) più rilevanza rispetto all'altro;
- metodo *misto con stima autonoma dell'avviamento*, in cui il valore dell'azienda si determina aggiungendo al patrimonio netto rettificato (K) derivante dal metodo patrimoniale un valore di avviamento, inteso come valore attuale di una rendita i cui termini sono rappresentati dai sovraredditi futuri:

$$W = K + A = K + (R - Ki') \cdot a \; \overline{n}\rceil i$$

dove il valore dell'azienda W è funzione, oltre che del patrimonio netto rettificato K, dell'avviamento A dato dall'attualizzazione per n esercizi al tasso i dei differenziali di reddito ritraibili dall'azienda oggetto di valutazione, essendo:

R il reddito medio normale atteso

i' il tasso di rendimento normale del capitale investito, e dunque K. i' il reddito normale comunemente ritraibile da un investimento pari a K stesso.

Tale metodo, secondo la dottrina prevalente, consente di conservare i pregi e compensare i difetti delle due differenti impostazioni da cui trae origine.

Lo stesso garantisce infatti i requisiti di oggettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, e quello di razionalità cui si è fatto cenno sopra in commento ai metodi basati sui flussi e, in particolare, al metodo reddituale.

Sotto il secondo profilo, il metodo misto tiene conto sia del valore degli asset – tangibili e intangibili – non considerati dal modello economico, sia della capacità reddituale prospettica dell'azienda, trascurata nell'impostazione patrimoniale.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

3.5. I moltiplicatori di borsa

Quello dei moltiplicatori di borsa (così come il metodo delle transazioni comparabili) è un metodo che ha trovato crescente favore tra gli operatori finanziari, e consiste – in estrema sintesi – nell'assumere che il valore dell'impresa sia proporzionalmente collegato all'andamento di una variabile economica prescelta come parametro di performance.

Tali andamenti sono desunti dalle quotazioni di borsa di un campione di società quotate comparabili: conoscendo cioè il valore di borsa (P) di alcune imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, e una variabile strettamente collegata allo stesso (W), è possibile costruire un rapporto medio (P/W). Calcolato il valore della variabile di riferimento della società da valutare (Wi), si assume valida la medesima relazione rilevata per il campione di società comparabili, di talché il valore K della società valutanda diviene:

$$K = Wi \times P/W$$

Il parametro di maggior diffusione nella prassi valutativa è il moltiplicatore EV/EBITDA. Tale metodo individua il valore dell'azienda in un multiplo dell'EBITDA (ovvero il reddito operativo, al lordo di oneri finanziari, imposte, ammortamenti e svalutazioni) cui viene sommata algebricamente – in un approccio "levered" ovvero equity side - la Posizione Finanziaria Netta (PFN), ovvero la somma dei debiti finanziari (che viene evidentemente sottratta) o delle disponibilità liquide (da sommare).

Tale metodo può apparire semplicistico, e carente dei requisiti di razionalità e dimostrabilità cui si è fatto cenno in premessa, ma per certi aspetti appare meno arbitrario e affetto da assunzioni necessariamente soggettive che caratterizzano altri metodi di valutazione, quali tipicamente i metodi reddituali e finanziari che alla componente di discrezionalità per la determinazione del tasso di attualizzazione sommano inevitabilmente giudizi ampiamente soggettivi nella determinazione dei risultati prospettici da attualizzare.

3.6. La scelta del metodo

Nel caso che qui interessa, si è evidenziato come i beni maggiormente qualificanti fra quelli compresi nell'azienda siano rappresentati da marchi, licenze e partecipazioni in alcune realtà del settore oltre alle caratteristiche positive riassumibili quali: esperienza pluriennale, know-how produttivo-commerciale, portafoglio clienti, l'addestramento del personale, le relazioni avviate con i clienti, la valorizzazione dei marchi e dell'avviamento, ecc.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Come segnalato nel capitolo 2. l'azienda oggetto di valutazione rappresenta quindi un'entità economica in grado di produrre redditi se condotta nel periodo eminente seguendo lo scenario odierno non positivo della pandemia COVID- 19 secondo i criteri di economicità, conseguibili attraverso un'operazione di *rightsizing* sicuramente attuabile anche da chi acquisisca la partecipazione aziendale con l'intendimento di valorizzare condizioni operative dell'"*artigianalità contemporanea*" del made in Italy in grado di produrre reddito oltre alla capacità di intercettare il cambiamento del settore moda.

La capacità di produrre reddito – e con essa flussi di cassa – suggerisce l'adozione di metodi di matrice reddituale e finanziaria, anche in considerazione del fatto che i metodi patrimoniali o misti mal si adattano alla valutazione di un'azienda che come la presente comprende prevalentemente gli asset patrimoniali di tipo "immateriale" e "finanziario."

Per questo motivo la scrivente ha effettuato la valutazione del compendio utilizzando un metodo di matrice finanziaria quale il metodo dei Discounted Cash Flow (DCF) utilizzando poi quale metodo di controllo quello dei moltiplicatori di borsa (che prende le mosse da un risultato economico intermedio quale il margine operativo lordo).

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

4. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

4.1. La costruzione del modello

Per una corretta e puntuale applicazione del metodo dei DCF, occorre innanzitutto costruire un *business plan* – ovvero una proiezione economica, patrimoniale e finanziaria – fondato su una serie di ipotesi (*assumptions*) relative ai ricavi presumibilmente ritraibili con l'impiego di una struttura ridimensionata a causa della crisi sanitaria rispetto a quella esistente fino ad oggi, nonché ai relativi costi diretti e indiretti, elaborando cioè ipotesi relative sia ai costi fissi sia a quelli variabili, sulla base di quanto storicamente espresso dall'azienda o dal settore di appartenenza.

Sulla base dei medesimi *driver* si effettueranno le dovute *assumptions* di natura patrimoniale, circa i tempi di rotazione di crediti, debiti e scorte di magazzino, per addivenire alla determinazione dei fabbisogni finanziari degli anni a venire.

Con riferimento all'azienda che qui interessa, si è necessariamente fatto riferimento ai valori previsionali dell'EBITDA forniti dalla società provvedendo a rettificarli con gli ultimi aggiornamenti in termini di diminuzione del fatturato come già rappresentato a pag. 8 del capitolo 2.1. e qui sotto, nella costruzione del business plan, si è tenuto conto, a seguito del confronto con il management dell'azienda, di alcuni dati annuali storici dell'azienda (ammortamenti € 450.000 e oneri bancari € 300.000,00 che rappresentano il fabbisogno finanziario) quantificando inoltre le imposte che sono state ipotizzate, tenendo conto dell'imposta IRES del 24% e dell'IRAP del 3,9% nell'aliquota arrotondata per l'eccesso pari al 30 %. Pertanto si riportano i seguenti risultati economici:

	2020bis	**2021bis**	**2022bis**
EBITDA	**-35.290**	**496.106**	**1.059.361**
Ammortamenti			
EBIT	**-35.290**	**496.106**	**1.059.361**
Proventi e Oneri finanziari	-300.000	-300.000	-300.000
Imposte[9]		-13.832	-182.808
Risultato dell'esercizio	**-335.290**	**182.275**	**576.553**

9

	2020	2021	2022
EBITDA	-35.290	496.106	1.059.361
Ammortamenti		-450.000	-450.000
EBIT		46.106	609.361
Imposte (30%)		13.832	182.808

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Circa l'ammontare dei ricavi previsti, la scrivente non è evidentemente in grado di valutare la ragionevolezza dell'ipotesi sovrastante, ma è possibile esprimere, in merito, un parere positivo avuto riguardo all'ammontare dei ricavi realizzati dalla società in epoca recente, e segnatamente nell'ultimo esercizio e quello nel corso del quale è intervenuta la crisi sanitaria globale.

Per quanto riguarda i costi della produzione, gli stessi paiono coerenti con i volumi di ricavi prospettati, nonché con i dati storici ricavabili dai bilanci d'esercizio.

Come si vede, il modello tiene conto della struttura finanziaria della società acquirente (metodo *levered*) in quanto l'azienda presuppone negli anni a seguire un fabbisogno finanziario di cui occorrerà tenere conto non solo in relazione agli aspetti economici ma soprattutto avendo riguardo agli aspetti patrimoniali, come meglio *infra*.

Sotto il profilo patrimoniale, si rileva che durante il corrente anno la società ha rappresentato la sostanziale invariabilità dei dati relativi al CCN in quanto si è proceduto alla vendita dello stock del magazzino, al rallentamento dei pagamenti dei fornitori ma anche degli incassi dei crediti commerciali. Negli anni che seguono, è necessario prevedere il graduale assorbimento di cassa per la gestione del CCN e questo in particolare nell'anno 2022 in cui è previsto un aumento del fatturato e quindi dei crediti verso clienti.

Per quanto riguarda **gli investimenti** la società ha dovuto rinviare l'implementazione di un nuovo software previsto negli anni 2021 e 2022 mentre ha deciso di incanalare gli investimenti per circa € 50.000 per ogni esercizio relativamente ai cambiamenti del mercato odierno dovuti alla pandemia globale.

Si ritiene quindi che i parametri necessari per l'applicazione del metodo dei DCF siano individuabili nei flussi economici netti sopra individuati, corretti dal punto di vista finanziario con le previsioni di fabbisogno di circolante appena determinate. In sintesi:

	2020	**2021**	**2022**
Risultato dell'esercizio	-335.290	182.275	576.553
Variazione CCN		-100.000	-200.000
Investimenti per la ripresa	-50.000	-50.000	-50.000
Flusso operativo	**-385.290**	**32.275**	**326.553**

Quanto alla determinazione del tasso, si procede inizialmente – secondo il modello del CAPM di cui riferito al § 3.3 la cui formula, si ricorderà, è $K_e = Kf + \beta \cdot Kr$ - alla determinazione

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

del tasso *risk free*, che la scrivente ha ritenuto opportuno assumere in misura pari al 0,90% corrispondente al tasso di rendimento dei BTP a 10 anni.[10]

A tale rendimento deve essere aggiunto il c.d. *market premium risk*, per la determinazione del quale la scrivente ha assunto il *total equity risk premium* riferito all'Italia rinvenibile sul sito dell'economista Aswat Damodaran[11] che all'attualità risulta pari all' 8,46% che va inciso dal coefficiente del settore "Apparel" in Europa rinvenibile sempre sul sito dell'economista Aswat Damodaran e pari all'1,04%. Tale tasso va, a parere della scrivente, incrementato per tenere conto delle particolari criticità in cui opera Jato (rischio della produzione dei capi nel mercato di India, ridotte dimensioni della società): tale incremento viene forfetariamente assunto pari ad un ulteriore 1 %, di talché il tasso Ke al quale attualizzare i predetti flussi di cassa risulta pari a 0,90 + 8,46*1,04 + 1 = 10,7% (dieci virgola sette per cento).

Per quanto riguarda il tasso di crescita "g", considerato che nella maggior parte dei settori industriali e commerciali risulta difficile poter sostenere una crescita del fatturato per un periodo indefinito e che sembra invece molto più realistico ipotizzare che, dopo un'eventuale crescita a ritmi sostenuti nei primi anni, nel medio e lungo periodo il mercato entri in una fase di maturità con tassi di crescita vicini allo zero, se non addirittura negativi, si è deciso di non considerarlo nella presente valutazione.

Si tratta ora di attualizzare i flussi della gestione operativa (FCFO) dei tre anni di attività al tasso proposto, calcolare il Terminal Value quale valore attuale di una rendita illimitata di flussi pari a quello dell'ultimo anno di Piano, e attualizzare ulteriormente ad oggi il predetto valore: il tutto al medesimo tasso K_e = 10,7%.

	2020	2021	2022	TV
Flussi di cassa	-385.290	32.275	326.553	
Fattore di sconto	1	0,903	0,816	
Valore attuale flussi di cassa	**-385.290**	**29.155**	**266.484**	3.051.893
VA TV				**2.490.500**

La somma dei valori attuali sopra determinati, ottenuti attualizzando tutti i flussi finanziari al medesimo tasso del 10,7 %, risulta essere **pari ad € 2.400.849 euro che si arrotonda ad € 2.400.000.**

[10] Fonte Banca d'Italia: BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_29-30.10.2020
[11] http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

4.2. Il metodo di controllo: i multipli di borsa

Determinato il valore dell'azienda in oggetto mediante l'utilizzo del metodo ritenuto più idoneo allo scopo, la scrivente ritiene corretto precedere a una verifica indiretta del risultato raggiunto, non tanto effettuando la stima con altri metodi scelti fra quelli elencati al § 3, bensì verificando quali parametri impliciti corrispondano al predetto valore sopra individuato.

Nella prassi finanziaria spesso si utilizza a questo scopo il metodo dei moltiplicatori di borsa che – come sopra si è accennato – consiste nell'applicare ad una variabile economica specifica dell'azienda oggetto di valutazione il parametro relativo al settore di appartenenza, e in particolare nella stragrande maggioranza dei casi si utilizza il parametro EV/Ebitda.

La redazione del modello economico-finanziario implica già la determinazione dell'Ebitda dell'azienda target per gli anni di durata del Piano industriale, pertanto risulta piuttosto agevole effettuare una rapida stima del multiplo implicito corrispondente all'Enterprise value (EV) determinato con il metodo principale.

Nel caso di specie gli Ebitda della Jato srl evidenziati nelle proiezioni economiche sono i seguenti:

	2020	2021	2022
EBITDA	-35.290	496.106	1.059.361

Considerando che l'ultima posizione finanziaria netta disponibile della società relativa all'anno 2019 è pari ad € 4.080.345 si può scomporre il valore netto di 2.400.000 euro in un Enterprise value di € 6.480.345 euro e una PFN di (€

4.080.345) euro:

Totale valore attuale flussi= Entrprise value	6.480.345
PFN	4.080.345
Equity value	2.400.000

E' a questo punto possibile determinare il multiplo EV/Ebitda implicito nella valutazione effettuata con il metodo dei DCF; a parere della scrivente, occorre utilizzare l'Ebitda che in ipotesi si determinerà nell' anno 2021 di Piano, che è quello dell'esercizio nel corso del quale dovrebbe svolgersi l'asta per la cessione della quota dell'azienda nonché, idealmente, l'Ebitda conseguibile "a regime" dall'azienda oggetto di valutazione.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Dividendo l'EV di € 6.480.345 per tale Ebitda di € 496.106 si ottiene un multiplo implicito di **13,06x**, che risulta congruo – considerando che oggetto di analisi è un'azienda di piccole dimensioni– soprattutto se paragonato ai multipli del settore di appartenenza. Sul sito dell'economista Adamodar sono stati reperiti i dati relativi alle aziende quotate del settore *apparel*, che evidenziano alla data del 05/01/2020 multipli EV/Ebitda a **13,28x.**

Alla luce di quanto sopra, la valutazione a parere della scrivente risulta congrua anche considerando diverse quantificazioni dell'Ebitda prospettico: ad esempio considerando la media dei risultati del biennio 2021-2022 (ovvero un Ebitda medio di 777.734€) si ottiene un multiplo implicito di **8,33x**, comunque congruo rispetto ai valori evidenziati dalle più prestigiose società quotate del settore abbigliamento.

In conclusione, poiché l'applicazione a ritroso del metodo dei multipli di borsa consente di individuare un multiplo implicito degli Ebitda ritraibili a regime mediamente compreso fra 8x e 13x, da ritenersi congruo in relazione all'azienda oggetto di valutazione, si ritiene di poter confermare **il valore netto di 2.400.000 euro** individuato al paragrafo precedente per l'azienda di proprietà di Jato srl.

5. CONCLUSIONI

Prima di riepilogare le conclusioni raggiunte la scrivente ritiene opportuno precisare quanto segue. Pur consapevole degli evidenti limiti connessi all'utilizzo di dati reddituali prospettici forniti ha ritenuto necessario richiedere l'elaborazione di conti economici previsionali per l'esercizio in corso e i due successivi, dai quali trarre gli elementi e i parametri economico-finanziari necessari alla valutazione. Ciò in quanto a parere della scrivente l'utilizzo dei dati storici della società mal si sarebbero adattati alle mutate condizioni di mercato a causa della crisi pandemica in corso, risultando scarsamente significativi e non comparabili con quelli che è lecito attendersi dalla società.

Fatta tale doverosa premessa, si precisa che, in applicazione del metodo di attualizzazione dei flussi finanziari (DCF) e del metodo dei moltiplicatori di borsa quale metodo di controllo, si stima l'azienda Jato srl in complessivi **2.400.000 (duemilioniquattrocentomila) euro**.

Per quanto riguarda la vendita della sola partecipazione corre obbligo di ricordare quanto detto nel paragrafo dedicato alla limitazione della circolazione della quota in merito al diritto di prelazione e in particolare nel nostro caso di una quota che rappresenta solo il 20% del Capitale sociale.

ANJA BAJIC
DOTTORE COMMERCIALISTA
VIA TAGLIAPIETRE, 7 – 40123 BOLOGNA
TEL.: 051/58.08.72
E-MAIL: anjabajic@libero.it

Il trasferimento di una quota non maggioritaria del Capitale Sociale è sottoposto a vincoli che tendono a salvaguardare l'elemento personale (data la valenza personale dei soci, il recesso di uno di loro e l'entrata di un nuovo socio sono operazioni non semplicissime che devono incontrare il gradimento degli altri membri) e che si **scontrano con la scarsa appetibilità nel mercato.**

Inoltre non dimentichiamo che siamo nell'ambito di una società a stretta **realtà familiare** con diverse problematiche ed intrecci di carattere personale di **non facile comprensione e trasparenza per un soggetto esterno.** In conclusione la sottoscritta evidenzia la scarsa commerciabilità **all'esterno della compagine sociale della quota societaria intestata al fallimento Tonimm.**

Tenuto conto di quanto detto sopra la scrivente dopo aver determinato il valore della piena proprietà in € 2.400.000 e il valore della quota del 20% in € 480.000,00, ha abbattuto di circa un 40%, il valore sopra determinato, causa la scarsa commerciabilità del bene per motivi esposti sopra raggiungendo **un valore della quota pari ad € 288.000 che si arrotonda ad 290.000 (duecentonovantamila) euro.**

E' peraltro di tutta evidenza che il valore della quota dell'azienda nell' ipotesi in cui dovrà essere esperita la procedura competitiva va guidato dalla stima che tenga conto della limitazione della vendita giudiziaria e che pertanto necessariamente debba essere abbattuto del valore di **almeno 30% del valore commerciale determinando il prezzo base d'asta in € 201.671 che si arrotonda in € 200.000,00.**

***

La scrivente, avendo concluso l'incarico conferito, rimette le risultanze della presente relazione al Curatore e all'On.le Tribunale e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento.

Dott.ssa Anja Bajic

Bologna, 02/12/2020

All.c.s.