
PNEUS LIGURIA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE

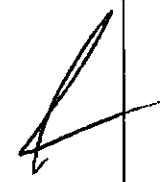
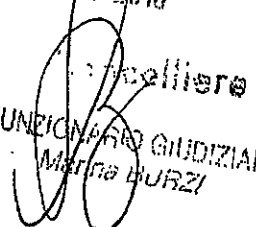
RELAZIONE DI STIMA

PERITO ESTIMATORE

DOTT. PIETRO GRONDONA

Direzione Cancellaria
13 MAG. 2015

Cancelliere
IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Marta BURZI



INDICE

1.	PREMESSA	3
1.1	L'incarico.....	3
1.2	Finalità della stima.....	3
2.	LA SOCIETA'	3
2.1	I dati identificativi e salienti di Pneus Liguria S.p.A.	3
3.	OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.....	8
3.1	Il contratto di affitto di azienda	8
4.	VALUTAZIONE.....	10
4.1	I metodi di valutazione	10
4.1.1	Considerazioni generali	10
4.1.2	Metodi patrimoniali semplici e complessi	10
4.1.3	Metodo reddituale	13
4.1.4	Metodo finanziario.....	15
4.1.5	Metodi misti patrimoniali - reddituali.....	16
4.2	Metodo di valutazione utilizzato	17
4.2.1	I parametri della valutazione.....	19
4.3	Valutazione ramo aziendale "Pneus"	21
4.3.1	Considerazioni preliminari.....	21
4.3.2	Il reddito medio atteso (R)	25
4.3.3	Il tasso di attualizzazione (i)	27
4.3.4	La durata della capitalizzazione (n)	28
4.3.5	I risultati della valutazione.....	28
4.3.6	Altri metodi di valutazione	29
4.3.7	Media dei metodi	30
5.	CONCLUSIONE.....	31
5.1	Osservazioni conclusive	31

1. PREMESSA

1.1 L'incarico

In data 2 maggio 2016, la Società PNEUS LIGURIA S.P.A. in liquidazione, con sede in Genova, Via degli Artigiani 76, codice fiscale e partita iva 03041720107 ha conferito allo scrivente Dott. Pietro Grondona, nato a Genova il 28 maggio 1969 con studio in Genova, Via Corsica 2/17, Codice Fiscale GRNPTR69E28D969V, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili per la circoscrizione del Tribunale di Genova al n. 1.096 sez. A e iscritto al Registro dei Revisori Legali istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al n. 83.311, l'incarico di redigere una perizia di stima relativa al ramo di azienda della Società, di seguito Il Ramo, affittato a terzi con contratto del 31 agosto 2015, avente ad oggetto la fornitura di pneumatici nuovi di qualsiasi tipo e tutti i relativi servizi accessori inerenti i pneumatici quali di riparazioni di pneumatici, controllo e regolazione convergenza, smontaggi e montaggi di vario tipo. In ottemperanza all'incarico conferitogli, previo esame dei documenti esibiti dalla società, effettuati i dovuti riscontri, il sottoscritto ha proceduto alla rilevazione delle poste attive e passive, contratti, componenti il Ramo, ed espone qui di seguito i risultati cui è pervenuto, con la presente relazione di stima.

1.2 Finalità della stima

Finalità della presente relazione è la determinazione, al 31 agosto 2015, del valore economico del Ramo oggetto del "Contratto di affitto di ramo-d'azienda con offerta di acquisto" sottoscritto in pari data, a rogito del Notaio Dott. Luigi Francesco Risso.

2. LA SOCIETA'

2.1. I dati identificativi e salienti di Pneus Liguria S.p.A.

I principali dati della società, desunti da una visura camerale storica del 12 gennaio 2016 e da una visura camerale ordinaria del 6 maggio 2016 e dalle informazioni ottenute dalla Società, si possono riassumere come segue:

Denominazione Sociale Pneus Liguria S.p.A. in liquidazione

Sede legale	Via degli Artigiani 76 16162 Genova (GE)
Data costituzione	28 Ottobre 1988
Codice fiscale e Partita Iva	03041720107
REA	GE 313276
Capitale sociale deliberato	Euro 145.000,00
Capitale sociale sottoscritto	Euro 145.000,00
	Il capitale Sociale di Euro 145.000,00 è costituito da 310.000 azioni e alla data odierna risulta così suddiviso: - Finalta S.r.l., codice fiscale 03198480109, titolare di 170.544 azioni pari a nominali Euro 79.770,60; - Roberto Luvini, codice fiscale LVNRRT63D24D969U, titolare di 63.676 azioni pari a nominali Euro 29.783,90; - Oscar Zerbino, codice fiscale ZRBSCR60M20D969L, titolare di 18.076 azioni pari a nominali Euro 8.454,90; - Claudio Ghiglione, codice fiscale GHGCLD63E16D969K, titolare di 11.204 azioni pari a nominali Euro 5.240,60; - Elio Ranieri, codice fiscale RNRLEI52M01D969L, titolare di 31.000 azioni pari a nominali Euro 14.500,00; - Marco Davico, codice fiscale DVCMRC58D23E290H, titolare di 15.500 azioni pari a nominali Euro 7.250,00.
Durata della società	31 dicembre 2050
Oggetto sociale	La società ha per oggetto le seguenti attività: La ricostruzione di pneumatici di ogni tipo, lo smontaggio, il montaggio, la riparazione, l'equilibratura dei pneumatici ed il loro commercio, il commercio di tutti gli articoli accessori e similari, nonché la manutenzione e riparazione di automezzi in genere. Per il miglior conseguimento dell'oggetto sociale e purchè strumentale al raggiungimento dello stesso può compiere qualsiasi operazione commerciale, mobiliare od immobiliare e di trasporto, partecipare come socio in Società operanti sia in Italia che all'estero, assumere

rappresentanze, intermediazioni e agenzie con o senza deposito, interessenze, partecipazioni e compartecipazioni in altre società od imprese aventi scopo analogo, ed in particolare, a titolo esemplificativo, può promuovere azioni giudiziarie, stipulare transazioni, contrarre mutui, finanziamenti, aperture di credito presso istituti di credito pubblici e privati, concedere iscrizioni, annotazioni e cancellazioni ipotecarie, effettuare qualsiasi operazione presso l'amministrazione dello Stato, gli uffici pubblici, la Cassa Depositi e Prestiti, gli uffici doganali, concedere garanzie reali e personali anche a favore di terzi, ivi comprese le fidejussioni.

Unità locali

La società, a partire dal 31 agosto 2015, data della sottoscrizione del contratto di affitto di azienda, non possiede unità locali attive; fino a tale data esercitava la propria attività in due unità locali, una a Genova in Via degli Artigiani 74-76 ed una a Cisano sul Neva (SV) in Località Benessea 9.

Scioglimento e procedure concorsuali

L'Assemblea degli azionisti in data 11 agosto 2015, a rogito Notaio Dott. Luigi Francesco Risso, ha deliberato la messa in liquidazione della Società.

In data 7 settembre 2015 è stato iscritto presso il Registro delle Imprese il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, ai sensi dell'art. 161, comma 6, Legge Fallimentare.

Organo Amministrativo

La società è amministrata dal Liquidatore Sig. Silvio Ghiglione, codice fiscale GHGSLV57A03C481X, nominato con atto del 11 agosto 2015 e dal Commissario Giudiziale Dott.ssa Rosanna Maragliano, codice fiscale MRGRNN52A41D969P, nominata con atto del 3 settembre 2015.

Collegio Sindacale

Il Collegio Sindacale, nominato in data 10 luglio 2013 ed in scadenza con l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2015, è composto dai Signori:

- Dott. Salvatore Canonici, Presidente del Collegio Sindacale;
- Dott. Andrea Canonici, Sindaco Effettivo;
- Dott. Paolo Bazzocchi, Sindaco Effettivo;

Principali avvenimenti nella storia della società

Si riassumono di seguito gli avvenimenti di maggiore importanza avvenuti nella storia della società:

- In data 28 ottobre 1988 è stata costituita la Società, nella forma di Società in nome collettivo, con la denominazione di "Pneus Liguria Snc di Roberto Luvini & c.";
- In data 12 dicembre 1994, l'Assemblea dei Soci ha deliberato la trasformazione in Società a responsabilità limitata, con effetti dal 1° gennaio 1995;
- In data 19 novembre 1998 l'Assemblea dei Soci ha deliberato la trasformazione da Società a responsabilità limitata a Società per azioni;
- In data 21 ottobre 2004 l'Assemblea ha aumentato il Capitale Sociale da Euro 310.000,00 ad Euro 560.000,00 mediante emissione in una o più volte di 250.000 azioni riservate esclusivamente alle obbligazioni convertibili emesse con la medesima delibera assembleare;
- In data 21 ottobre 2004 la Società ha sottoscritto un contratto di affitto d'azienda per l'azienda sita in Cisano sul Neva, di proprietà della Società Top Gomme S.a.s. di Marco Davico & C.;
- In data 6 dicembre 2004 è stata aperta l'Unità Locale di Cisano sul Neva (SV), Via Benessea 9, avente come oggetto della propria attività principale l'attività



- di gommista, manutenzione e riparazione sostituzione gomme per autoveicoli, autotreni, bilici, motocicli e ciclomotori; commercio al minuto di pneumatici, accessori e ricambi per autoveicoli, cicli e motocicli;
- In data 24 gennaio 2008 è stato sottoscritto con la Top Gomme Sas l'atto di acquisto dell'azienda di Cisano sul Neva
 - In data 7 agosto 2014 l'Assemblea deliberato la diminuzione del Capitale Sociale, a tale data deliberato per Euro 560.000,00 e sottoscritto per Euro 310.000,00, riducendolo ad Euro 145.000,00 lasciando inalterato il numero delle azioni in circolazione diminuendone pertanto il valore nominale unitario;
 - In data 11 agosto 2015 la Società è stata messa in liquidazione con la nomina, quale liquidatore, del Sig. Silvio Ghiglione;
 - In data 31 agosto 2015, a Rogito Notaio Luigi Francesco Riso, repertorio n. 30431/17513, è stato sottoscritto un contratto di affitto di azienda con la Società Vegom Service S.r.l., codice fiscale 02647800040;
 - In data 1 settembre 2015 è stata predisposta e depositata domanda di ammissione al concordato preventivo ai sensi dell'art. 161 comma 6 legge fallimentare;
 - In data 3 settembre 2015 il Tribunale di Genova, con apposito Decreto ha nominato quale Commissario Giudiziale la Dott.ssa Rosanna Maragliano ed ha fissato in 120 giorni dal deposito in Cancelleria, avvenuto in data 4 settembre 2015, il termine per presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 161 l.f.;
 - In data 17 dicembre 2015 il Tribunale di Genova, con apposito Decreto ha prorogato di ulteriori 60 giorni il

termine per presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 161 l.f.;

- In data 22 febbraio 2016, con atto a rogito Notaio Luigi Francesco Riso è stato deliberato di presentare da parte di Pneus Liguria Spa in liquidazione, davanti al Tribunale di Genova, proposta di concordato preventivo ai creditori ai sensi dell'art. 161 l.f., depositata in data 24 febbraio 2016, che prevede le seguenti condizioni essenziali:
 - cessione dei beni ai creditori;
 - pagamento integrale, oltre che delle spese prededucibili, dei creditori muniti di privilegio;
 - pagamento ai creditori chirografari, nel termine di 24 mesi dall'omologazione, dell'intero residuo attivo, una volta soddisfatti i crediti prededucibili e privilegiati.
- In data 28 aprile 2016, con apposito Decreto, il Tribunale di Genova ha invitato la Società ricorrente, oltre ad altre richieste, a depositare una perizia di stima dell'azienda da cedersi.

3. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

3.1 Il contratto di affitto di azienda

Oggetto della presente perizia di valutazione è il Ramo affittato da Pneus Liguria Spa con atto del 31 agosto 2015.

Lo scrivente per definire i contorni del Ramo da periziare ha preso preliminarmente in esame il contratto sopra descritto, del quale vengono qui di seguito delineati gli aspetti principali.

Il sopra menzionato contratto, d'ora innanzi "Il Contratto", è un "Contratto di affitto di ramo d'azienda con offerta di acquisto".

Il Contratto è stato sottoscritto in data 31 agosto 2015, a rogito Notaio Luigi Francesco Riso, Repertorio n. 30.431, Raccolta n. 17.513, tra la Pneus Liguria SpA in liquidazione,

d'ora innanzi "Pneus" e la Società Vegom Service Srl, d'ora innanzi "Vegom", con sede in Cuneo Via Crocetta 10, codice fiscale e partita iva 02647800040, ed è stato registrato all'Agenzia delle Entrate Ufficio di Genova 1 al n. 13558/15 in data 1° settembre 2015.

Con il suddetto contratto Pneus ha concesso a Vegom in affitto, per il periodo di 24 mesi, il Ramo qui di seguito descritto. La durata del Contratto include il periodo compreso tra il 1° settembre 2015 ed il 31 agosto 2017 e prevede un canone mensile di Euro 4.050,00 per i primi sei mesi e di Euro 2.250,00 per i diciotto mesi successivi.

Il Ramo affittato è costituito:

- dall'esercizio commerciale sito in Genova Bolzaneto, Via degli Artigiani 76;
- dall'esercizio commerciale sito in Cisano sul Neva, Via Benessea 9.

In entrambe le officine vengono prestati i seguenti servizi:

- fornitura di pneumatici nuovi e ricoperti di qualsiasi tipo per autovetture, suv, furgoni, moto e scooter, autocarri, semirimorchi, autobus, pale gommate, carrelli industriali;
- tutti i servizi accessori inerenti i pneumatici come le riparazioni di pneumatici, controllo e regolazione convergenza, smontaggi e montaggi di vario tipo;
- soccorsi su strada atti a risolvere problematiche relative ai pneumatici ed interventi programmati di manutenzione pneumatici presso le sedi dei clienti.

Il Ramo affittato, come stabilito dall'articolo 2.2. del contratto stesso, include tutti i beni strumentali elencati in allegato al contratto stesso.

Risultano invece espressamente esclusi dal Ramo affittato, come stabilito dal Contratto:

- Il magazzino;
- I crediti relativi al Ramo sorti anteriormente al 1° settembre 2015;
- I debiti relativi al Ramo sorti anteriormente al 1° settembre 2015;
- I rapporti di lavoro subordinato in essere in capo a Pneus;

Il Contratto infine prevede il subentro da parte di Vegom nei contratti in essere di fornitura pneumatici, di fornitura di energia elettrica, di fornitura servizi telefonici e nel contratto di locazione relativo all'immobile di Cisano sul Neva.



Il Contratto include infine una offerta di acquisto da parte di Vegom per il Ramo d'azienda appena descritto. Vegom si è offerta di acquistare il Ramo concesso in affitto al prezzo di Euro 247.800,00; si tratta di un'offerta ferma ed irrevocabile fino alla scadenza della durata dell'affitto, e quindi fino al 31 agosto 2017.

4. VALUTAZIONE

4.1 I metodi di valutazione

4.1.1 Considerazioni generali

Le metodologie di valutazione normalmente utilizzate per le società ed i rami di azienda del settore in cui opera Pneus non si discostano da quelle applicate per la determinazione del valore del capitale economico di ogni altra impresa.

Come tali esse prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile della Società o del ramo di azienda oggetto di analisi.

La consistenza del patrimonio aziendale o del ramo di azienda, nella più ampia accezione riferita sia agli elementi materiali sia a quelli immateriali, e la sua attitudine a generare reddito, tuttavia, rappresentano le variabili critiche principali sulle quali costruire il processo valutativo.

In particolare, malgrado la dottrina abbia sviluppato diverse metodologie per la valutazione delle imprese, la prassi professionale di solito attribuisce ai metodi "misti" il vantaggio peculiare di mediare il valore del patrimonio aziendale con il profilo reddituale che lo stesso sarà normalmente in grado di generare; la scelta del metodo dipende ovviamente dal settore e dalla configurazione del ramo d'azienda da valutare.

Si passa ora ad una rapida disamina dei vari metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina.

4.1.2 Metodi patrimoniali semplici e complessi

Le stime patrimoniali si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Gli elementi del passivo



sono sempre tutti considerati. Per quanto riguarda gli elementi dell'attivo si può iniziare a fare una distinzione tra:

1. metodi patrimoniali semplici;
2. metodi patrimoniali complessi.

Nel primo caso si valorizzano solo i beni materiali, oltre ai crediti e alla liquidità. Nel secondo caso, oltre alla valorizzazione dei beni già citati al precedente capoverso, si valorizzano uno o più beni immateriali.

E' opportuno rilevare anche la seguente dicotomia:

1. beni pertinenti alla gestione caratteristica;
2. beni estranei alla gestione caratteristica.

Questa distinzione va eseguita non tanto per dettagliare maggiormente l'informazione patrimoniale (anche perché i beni, pertinenti o no, vanno comunque considerati quando si valuta il patrimonio aziendale), quanto per depurare i flussi attesi della quota parte attribuibile a tali beni estranei alla gestione caratteristica.

Il metodo patrimoniale semplice assume, normalmente, quale punto di partenza, il patrimonio netto del bilancio alla data della perizia (o alla data più prossima), dal quale successivamente si procede:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- se del caso, ad aggiornare i crediti ed i debiti differiti senza interessi (o con interessi non in linea con il mercato);
- a riesprimere a valori correnti le poste dell'attivo non monetarie, determinando una serie di plusvalenze e minusvalenze, che andranno a loro volta depurate dell'effetto fiscale.

Il metodo patrimoniale complesso, come già detto, si propone di determinare il valore dell'azienda considerando anche uno o più beni immateriali. A tal proposito si rileva che nel processo di determinazione del valore dell'azienda la misura dei beni immateriali è peculiare per vari motivi:

- la variazione dello stock dei beni immateriali è una componente rilevante dei flussi reddituali (quindi influenza i flussi attesi);
- il valore dello stock di beni immateriali assume sempre più importanza in un mondo dove è tendenza generalizzata la "dematerializzazione" della ricchezza. In altre parole si assiste sempre più spesso a casi in cui il valore delle immobilizzazioni immateriali è preminente rispetto alla componente materiale del capitale investito. Questa tendenza è spiegata dalla dottrina col fatto che l'azienda non è un semplice contenitore di risorse da cui attingere, bensì è un meccanismo



di autoriproduzione continua delle risorse che alimentano la vita dell'impresa.

La difficoltà nell'utilizzare il metodo patrimoniale complesso sta nella misurazione delle immobilizzazioni immateriali (o *intangibles*). A tal proposito possiamo citare tre approcci:

1. l'approccio del costo
 - 1.1. costo storico residuale
 - 1.2. costo di riproduzione
2. l'approccio economico
 - 2.1. risultati differenziali causati dall'esistenza di beni immateriali
 - 2.2. costo della perdita
3. l'approccio di mercato
 - 3.1. tasso di royalty comparabile
 - 3.2. multipli di mercato per beni immateriali omogenei

Il primo approccio estrapola il valore degli *intangibles* dai costi storici che sono stati sostenuti per la formazione dei beni immateriali, abbattuti per tenere conto della residua possibilità di utilizzazione (costo storico residuale). Nel secondo caso si valuta quanto costerebbe oggi ricreare i beni immateriali oggetto di valutazione (costo di riproduzione).

L'approccio economico assume che un complesso di *intangibles* sia all'origine di specifici e misurabili vantaggi da calcolarsi in via differenziale rispetto a situazioni "medie" di concorrenti che non possiedono tali *intangibles* (risultati differenziali). Tale approccio, nel caso del "costo della perdita", consiste nella stima del danno (diminuzione del margine di contribuzione, eccesso dei costi di struttura) che si dovrebbe sopportare qualora gli *intangibles* di cui l'azienda dispone venissero meno.

Il terzo ed ultimo approccio assume che il valore degli *intangibles* corrisponda alle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi di tali beni (tasso di royalty comparabile); il metodo dei multipli di mercato assume che il valore degli *intangibles* sia determinabile moltiplicando varie grandezze contabili (quali ad esempio il fatturato) per dei moltiplicatori dedotti dal mercato.

Non volendoci dilungare oltremodo nella descrizione di tali metodologie di valutazione, si riportano di seguito le espressioni matematiche riguardanti i due metodi patrimoniali brevemente descritti.

Metodo patrimoniale semplice

$$W = Pn + (Ret - I)$$

Metodo patrimoniale complesso

$$W = Pn + (Ret - I) + B$$

Dove:

W = valore del capitale economico

Pn = patrimonio netto contabile

Ret = rettifiche al patrimonio netto contabile

I = effetto fiscale delle rettifiche

B = valore dei beni immateriali

4.1.3. Metodo reddituale

Tale metodo considera l'attitudine dell'azienda a produrre reddito; in pratica il valore del suo capitale economico dipende solo ed unicamente da tale capacità. A tal fine si cercano di valutare i flussi attesi di reddito, valutazioni che, per motivi prettamente pragmatici, non possono che partire dai risultati storici contabili opportunamente rettificati ed integrati.

Tale processo si estrinseca nelle seguenti fasi:

1. Normalizzazione, al fine di depurare i risultati contabili di tutti quegli eventi eccezionali che è ragionevole ritenere non si ripeteranno in futuro. Entrando più nel dettaglio possiamo dire che la normalizzazione si estrinseca in:
 - 1.1. redistribuzione nel tempo di costi ed oneri straordinari;
 - 1.2. eliminazione di costi ed oneri estranei alla gestione (vedi paragrafo concernente il metodo patrimoniale);
 - 1.3. neutralizzazione di politiche di bilancio che abbiano lo scopo di distorcere i risultati reddituali normali.
2. Integrazione, al fine di esprimere nel risultato la dinamica dei valori non espressi contabilmente. A tal proposito si pensi ai beni immateriali; questi ultimi, anche se di indubbia utilità pluriennale, vengono (per i motivi fiscali di cui detto sopra)

imputati al conto economico; a seguito di tale imputazione, su tali beni si costituiscono delle plusvalenze latenti che vengono sistematicamente protrate nel tempo. Tali plusvalenze latenti, peraltro, non possono non essere considerate nella determinazione dei flussi economici attesi.

3. Allineamento, al fine di eliminare gli effetti distorsivi dell'inflazione così da trasformare il reddito nominale in reddito reale.

I passaggi elencati sono indispensabili per determinare il flusso economico (storico e prospettico) partendo dai risultati reddituali.

Il metodo reddituale è rappresentabile dalle formule che seguono:

Formula relativa alla determinazione di una rendita perpetua

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

dove:

W = valore del capitale economico

R = reddito medio normalizzato

i = tasso di capitalizzazione

Formula del valore attuale di una rendita annua posticipata di durata definita in n anni

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:

W = valore del capitale economico

R = reddito medio normalizzato

$a_{\overline{n}|i}$ = fattore di attualizzazione

4.1.4 Metodo finanziario

In questo caso il valore dell'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che sarà in grado di generare in futuro. Tale metodo si prefigge lo scopo di determinare il capitale potenziale espressione dei flussi di cassa attesi. La nozione di flusso di cassa assume vari contenuti, l'espressione più tipica è la seguente:

	Fatturato
-	Costo del venduto
=	EBIT
+	Ammortamenti su beni materiali ed immateriali
=	EBITDA
-	Imposte pagate per cassa
+	Accantonamenti
+/-	Delta capitale circolante operativo
+/-	Delta capitale fisso operativo
=	Free Cash Flow

Come si può osservare la previsione dei flussi di cassa non presenta, fino al livello di EBITDA, problematiche particolari e diverse rispetto al metodo reddituale; ciò che differenzia le problematiche tra i due metodi è il passaggio dal flusso per "competenza" al flusso "per cassa". In particolare, osserviamo che la dottrina ha suddiviso la problematica di determinazione dei flussi di cassa attesi in quattro aree:

1. Investimenti
2. Capitale circolante
3. Imposte
4. Accantonamenti

Senza addentrarci ulteriormente si dirà solamente che nella pratica tale metodo richiede previsioni su archi temporali molto lunghi, ciò si scontra con la concreta possibilità di determinare in via analitica i flussi di cassa attesi per un numero di anni limitato (dipendente dalla disponibilità di programmi specifici). Quanto sopra comporta, inevitabilmente, il ricorso a semplificazioni e convenzioni che perdono, via via, col passare del tempo, di attendibilità e dimostrabilità, sino a diventare mero arbitrio del valutatore.

Il metodo in oggetto è rappresentabile dalla formula che segue:

$$Wf = \left[\sum_{i=1}^n Fc \cdot v^i + Pr \cdot v^n \right] - Da$$

dove

Fc = flussi di cassa

Pr = patrimonio residuale finale

v = coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale

Da = valore attuale dei debiti finanziari

4.1.5 Metodi misti patrimoniali - reddituali

Il metodo misto patrimoniale reddituale esprime il valore di una società in funzione dei seguenti elementi:

- il patrimonio netto contabile rettificato degli aggiustamenti necessari per riportare a valori correnti le attività a passività di bilancio;
- l'avviamento (o goodwill), determinato attualizzando, per un periodo di "n" anni, i sovraredditi attesi rispetto al risultato che può essere ritenuto "normale" in rapporto al patrimonio netto rettificato, non inclusivo dell'eventuale patrimonio non investito nella gestione "caratteristica" o riferito ad attività alle quali non è possibile chiedere un rendimento normale.

Nella sua formulazione tipica il metodo in oggetto evidenzia l'avviamento dato dalla differenza tra il risultato della stima reddituale e quello della stima patrimoniale.

I metodi in oggetto più diffusi nella pratica si fondano sulla stima autonoma del goodwill; nell'alternativa della capitalizzazione limitata del profitto medio è rappresentabile dalla formula che segue:

$$W = Pn + (Rt - r Pn) a \frac{1}{n \ i} + SA$$

dove

W = valore economico del capitale economico

Pn = patrimonio netto contabile rettificato

- Rt = reddito medio normale atteso per il futuro
r = tasso di capitalizzazione
i = tasso di attualizzazione del sovra/sotto reddito
n = arco temporale di riferimento
SA = elementi soggetti ad autonoma valutazione

Tale metodologia riesce a considerare gli aspetti patrimoniali, oggettivi e certi, senza trascurare quelli reddituali, concettualmente egualmente componenti il capitale economico. Proprio per questa loro caratteristica tali metodologie sono nella prassi le più utilizzate.

Nell'alternativa della capitalizzazione illimitata del profitto medio, il calcolo del valore economico del capitale può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = P_n + \frac{(R_t - r P_n)}{i} + SA$$

con parametri aventi analogo significato a quello visto per la formula relativa al caso della capitalizzazione limitata.

Tuttavia l'adozione della metodologia in oggetto in quest'ultima formulazione, presupponendo l'illimitato e indefinito protrarsi della redditività media dell'azienda, mal si presta ad esprimere valori che rispecchino un accettabile livello di prudenza, ancorché la presente stima tenda a determinare il valore di mercato della società. La proiezione illimitata dell'andamento reddituale storico condurrebbe pertanto a risultati probabilmente non rappresentativi della reale situazione economico-patrimoniale della società.

4.2 Metodo di valutazione utilizzato

Il perito stimatore deve, nell'ambito delle proprie discrezionalità, valutare quale sia il criterio maggiormente idoneo per determinare il corretto valore dei beni costituenti il complesso aziendale conferito senza sopravvalutarne gli elementi dell'attivo o sottovalutare quelli del passivo.

Prima di procedere alla scelta del metodo di valutazione va evidenziato che non sono inclusi nel ramo d'azienda da valutare né elementi patrimoniali attivi e né elementi



patrimoniali passivi ad eccezione delle sole attrezzature aziendali propedeutiche all'attività.

Per la redazione della presente perizia, anche alla luce di quanto sopra affermato, sono stati esclusi, a priori, i metodi patrimoniali e quello finanziario.

I metodi patrimoniali risultano essere troppo semplicistici, considerando il solo patrimonio dell'azienda, tenuto conto anche del fatto, come sopra illustrato, che sono minimali gli elementi patrimoniali costituenti il Ramo; mentre il metodo finanziario necessita di informazioni estremamente precise sui flussi monetari, di difficile reperimento.

Anche il metodo patrimoniale-reddituale è stato scartato dallo scrivente proprio per la ridotta importanza degli elementi patrimoniali all'interno del valutando azienda. La voce delle immobilizzazioni materiali, costituenti il ramo aziendale, rappresenta il complesso di beni materiali quali attrezzature, arredi, mobili, macchinari, utilizzati dalla società per l'esercizio dell'attività; tali beni non sono valutabili in modo adeguato, se considerati separatamente dall'azienda concessa in affitto.

Si è ritenuto quindi opportuno adottare il metodo reddituale.

Con il metodo reddituale l'azienda viene valutata quindi come complesso unitario mediante la valorizzazione dei suoi flussi di natura economico - reddituale. La valutazione d'azienda con il metodo reddituale si basa sulla relazione valore/redditività: ciò in quanto l'azienda acquisisce valore in funzione della sua capacità di produrre reddito e pertanto nella sua capacità di creare valore in quanto generatrice di risultati economici attesi positivi.

Nella pratica il metodo reddituale è notevolmente diffuso soprattutto nei casi di cessione e trasferimento d'azienda in quanto l'interesse è quello di valutare la potenzialità reddituale della stessa; è un metodo valido soprattutto nelle aziende a bassa patrimonializzazione come quella oggetto della presente perizia.

Il metodo reddituale evita di scindere le componenti patrimoniali dell'azienda e di attribuire a ciascuno uno specifico valore, in quanto la valutazione è vista come entità unitaria; è generalmente utilizzato nella valutazione di aziende commerciali, come il caso oggetto della presente valutazione, di servizi, d'intermediazione e di consulenza.

Il valore dell'azienda, come già accennato in precedenza, è determinato dalla

attualizzazione del reddito medio previsto per un congruo tasso di attualizzazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata indefinita o definita. In particolare lo scrivente, alla luce anche della particolare situazione congiunturale economica generale ed in particolare del settore automobilistico, ha scelto il metodo della capitalizzazione limitata dell'avviamento medio.

Il suddetto metodo suppone che le condizioni generatrici di reddito abbiano durata limitata (3-10 anni), a seconda del settore in cui opera l'azienda e dalla situazione soggettiva dell'azienda stessa.

Il "Goodwill" o avviamento, con il metodo reddituale, è comunemente espresso dalla seguente formula:

$$W = \frac{R}{i} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

dove:

W: valore dell'azienda

R: reddito medio normale atteso per il futuro

n: numero definito e limitato d'anni

i: tasso d'attualizzazione

4.2.1 I parametri della valutazione

Vediamo di analizzare nel dettaglio i parametri che definiscono le formule sopra citate.

REDDITO MEDIO ATTESO (R)

La misura del reddito medio futuro da assumere è tema complesso, che va esaminato da vari punti di vista.

Un primo punto di vista ha riguardo alle tecniche di previsione del reddito; in questo senso si possono considerare diversi possibili approcci: metodo dei risultati storici, metodo di proiezione dei risultati storici, metodo dei risultati programmati a livello di budget, metodo dell'innovazione che, definendo nuove condizioni di gestione futura, valuta le possibili conseguenze in termini di reddito, etc.

Un secondo punto di vista ha riguardo alle condizioni operative d'azienda, a seconda che si tratti d'azienda in fase di avviamento, quindi non ancora in grado di produrre redditi significativi, o d'azienda già avviata.

Un terzo punto di vista ha riguardo alla definizione del reddito che può essere inteso come reddito contabile, come reddito normalizzato (cioè corretto ed elaborato secondo una serie di criteri più avanti specificati), come reddito prelevabile (cioè quella parte del reddito prodotto che può essere distribuito senza compromettere la capacità dell'impresa di sopravvivere economicamente e svilupparsi).

Sul piano pratico, per la stima di "R" si è soliti ricorrere frequentemente ad una media semplice dei dati storici dei redditi, dopo aver operato sugli stessi l'operazione di "normalizzazione" se necessaria.

L'assunzione del dato storico quale criterio di previsione dei redditi futuri risiede nella assoluta certezza e controllabilità propria di detti dati e costituisce un'assunzione particolarmente valida nei casi di stime retrodatate.

Il processo di "normalizzazione" è un'elaborazione il cui scopo è la trasformazione del reddito di bilancio, così come espresso in sede storica, in un dato atto ad esprimere la capacità di reddito dell'azienda interessata. Essenziali sotto questo profilo appaiono le depurazioni attinenti i seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessione cespiti o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali, positive o negative, generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (i)

Il tasso di attualizzazione deve essere considerato come lo strumento finanziario da utilizzare per ricondurre alla data di valutazione i sovraredditi che si realizzeranno in futuro. Esso è visto come strumento per trasferire un valore qualsiasi dal tempo T_n al tempo T_0 .

Esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene considerato conveniente per l'investimento nell'impresa.

Il tasso di attualizzazione scelto si collega parametri finanziari senza rischi, quali - ad esempio - il tasso di rendimento dei titoli di stato, *depurato dal tasso di inflazione*, che rappresenta il rendimento minimo del capitale proprio. La scelta del tasso può dipendere sia da fattori interni quali il tipo e la dimensione dell'azienda, l'efficienza organizzativa, la flessibilità aziendale, la possibilità di sviluppo dell'attività, la tipologia di prodotti, il

grado di innovazione e la possibilità di diversificazione, sia da fattori esterni quali la situazione economica, concorrenziale e prospettica del settore.

DURATA DELLA CAPITALIZZAZIONE (n)

La definizione di *n* è la base stessa del procedimento reddituale utilizzato che si fonda su una limitata durata del profitto. Nella determinazione della durata dell'avviamento, sono solitamente tenuti presenti i seguenti aspetti:

- le condizioni generali del settore
- il ciclo di vita dei prodotti
- le tecnologie attuali e prospettiche di cui l'impresa può disporre
- la durata residua dei suoi impianti
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/commerciale.

In pratica, secondo la prassi più diffusa, "n" risulta variare tra i 3 e i 10 anni.

Alla luce di quanto sopra esposto, con riferimento al 31 agosto 2015, data di riferimento della presente valutazione peritale, si procederà alla determinazione della componente reddituale.

4.3 Valutazione ramo aziendale "Pneus"

4.3.1 Considerazioni preliminari

La valutazione dell'azienda, alla data del 31 agosto 2015, è effettuata prendendo come riferimento sia la situazione patrimoniale ed economica a tale data sia i bilanci d'esercizio relativi agli anni 2011, 2012, 2013 e 2014, che la Società ha messo a disposizione dello scrivente.

Come già evidenziato in precedenza, oggetto della presente valutazione è la determinazione del valore del Ramo aziendale dato in affitto a terzi a partire dal 1° settembre 2015; lo scrivente non deve pertanto far riferimento e non procede pertanto alla verifica di eventuali fatti straordinari, positivi o negativi, verificatisi dopo tale data.

Prima di procedere alla determinazione del valore aziendale, alla luce anche di quanto riportato nei paragrafi precedenti, lo scrivente ritiene opportuno in via preliminare sia inquadrare il settore di appartenenza sia ridefinire il ramo d'azienda oggetto di



valutazione.

4.3.1.1 Settore di appartenenza

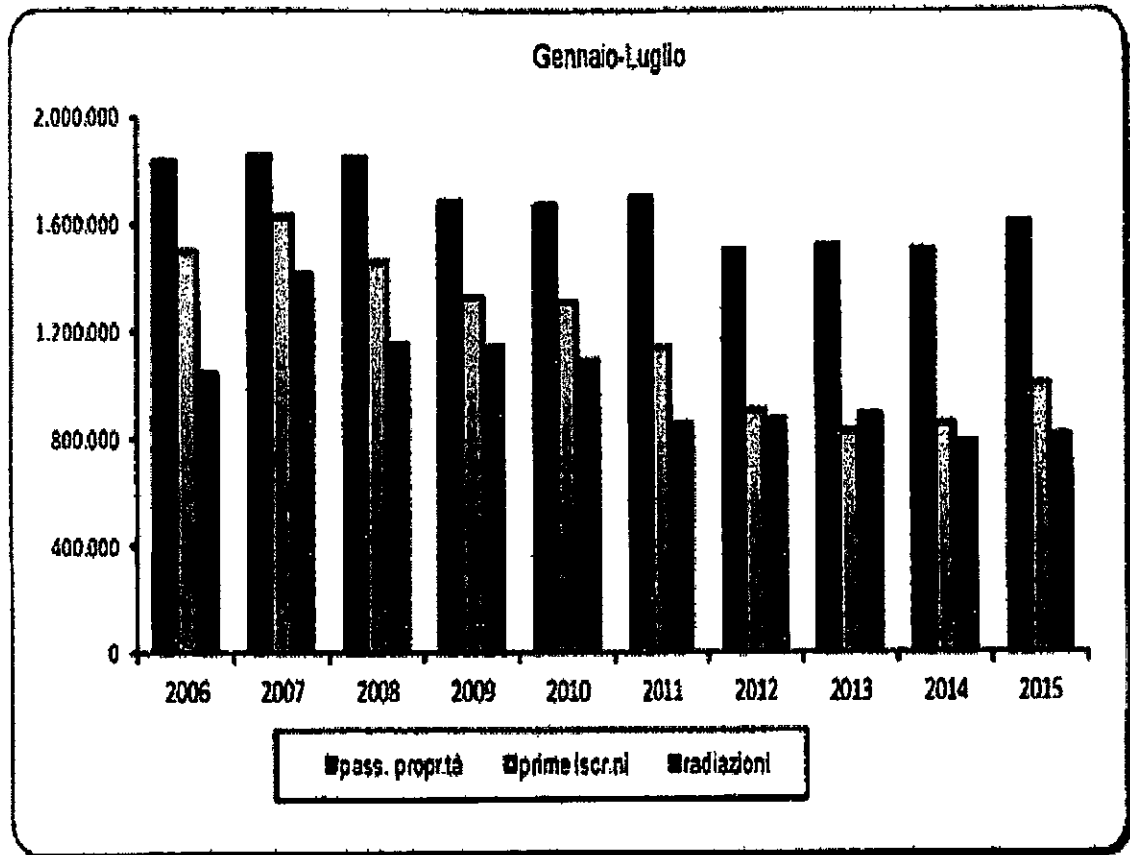
L'azienda oggetto di valutazione, come ampiamente illustrato, ha come oggetto principale della propria attività lo smontaggio, il rimontaggio, la riparazione, l'equilibratura dei pneumatici di ogni tipo e misura ed il loro relativo commercio.

Il mercato dei pneumatici ha subito nel corso degli ultimi anni una pesante flessione e ciò è conseguenza della univoca dipendenza con il mercato delle auto.

Prima di soffermarsi sul mercato dei pneumatici è necessario pertanto effettuare una panoramica sul mercato delle autovetture in Italia negli ultimi dieci anni.

Il mercato delle autovetture, come è evidente dal grafico sotto riportato (grafico elaborato dall'ACI e che si riferisce al periodo gennaio . luglio di ciascun anno), ha subito un forte decremento negli ultimi dieci anni, soprattutto con riferimento alla immatricolazione di auto nuove.





Nel 2005 furono immatricolate in Italia 2,2 milioni di auto nuove, cresciute fino a 2,5 milioni nel 2007, per poi crollare ad 1,3 milioni nel 2014; dal 2015 il mercato è in leggerissima ripresa. Il valore delle nuove immatricolazioni si è quindi attestato sul valore di 30 anni fa.

Dalla lettura di articoli su riviste specializzate è evidente che tutte le maggiori case mondiali di produzione e vendita pneumatici hanno subito un forte decremento nell'ultimo decennio, che ha avuto il suo culmine nel triennio 2011 - 2013 dove le vendite hanno subito riduzioni anche del 10/15% annuo (ad esempio Michelin nel 2011 ha subito in Italia un crollo delle proprie vendite del 19% rispetto all'anno precedente. A partire dal secondo semestre 2014 il costante decremento è terminato ed il mercato si è al momento stabilizzato.

Va evidenziato inoltre che negli ultimi anni è aumentata notevolmente anche la vendita al dettaglio on line di pneumatici determinando pertanto un aumento della concorrenza.

4.3.1.1.1 Andamento di Pneus nel periodo 2010 – 2015

Una volta esaminato l'andamento del settore all'interno del quale opera Pneus, lo scrivente ritiene opportuno verificare l'andamento del fatturato Pneus nel periodo 2010 – 2015.

Sono stati forniti allo scrivente i dettagli dei ricavi caratteristici del Ramo, dettagliati per tipologia di ricavo e suddivisi tra l'Officina di Genova e l'Officina di Cisano (la tabella sotto esposta non include eventuali ricavi, marginali, non riconducibili direttamente alle due officine).

Nella tabella di seguito riportata sono dettagliati i ricavi complessivi del Ramo, suddivisi per tipologia di ricavo:

Totale Azienda	Anno 2010	Anno 2011	Anno 2012	Anno 2013	Anno 2014
Pneumatici	€ 2.806.471,55	€ 2.098.976,88	€ 2.187.380,27	€ 2.199.301,40	€ 2.066.038,59
Accessori	€ 127.036,30	€ 143.198,97	€ 118.961,41	€ 121.113,82	€ 98.175,38
Servizi	€ 200.895,04	€ 205.444,27	€ 248.763,11	€ 290.806,88	€ 274.667,65
Materiale di Consumo	€ 1.381,66	€ 638,81	€ 3.321,63	€ 737,54	€ 1.857,79
TOTALE	€ 3.135.784,55	€ 2.948.255,91	€ 2.556.401,44	€ 2.611.959,44	€ 2.439.939,42

Risulta evidente che tra il 2010 ed il 2014 c'è stata una rilevante contrazione del fatturato che è passato da Euro/mila 3.136 nel 2010 ad Euro/mila 2.440/mila nel 2014 con un decremento complessivo del fatturato del 22,80%; è opportuno segnalare che i ricavi complessivi dei primi 8 mesi del 2015, prima dell'affitto di azienda, sono stati pari ad Euro/mila 1.265 che proiettati ad un periodo di 12 mesi avrebbero portato ad un fatturato di circa Euro/mila 1.900 con un ulteriore decremento del 20% in un solo anno.

Si riporta qui di seguito il fatturato del Ramo dello stesso periodo suddiviso tra l'officina di Genova e l'officina di Cisano sul Neva:

	Anno 2010	Anno 2011	Anno 2012	Anno 2013	Anno 2014
Officina Genova	€ 1.988.284,17	€ 1.889.823,29	€ 1.423.067,01	€ 1.292.899,37	€ 1.212.244,58
Officina Cisano	€ 1.169.620,38	€ 1.258.432,62	€ 1.133.334,43	€ 1.319.060,07	€ 1.227.694,84
TOTALE	€ 3.135.784,55	€ 2.948.255,91	€ 2.556.401,44	€ 2.611.959,44	€ 2.439.939,42

E' evidente che, nel periodo di osservazione, mentre l'officina di Genova ha subito un rilevante decremento del fatturato pari al 38,36% passando da Euro/mila 1.966 nel 2010 ad Euro/mila 1.212 nel 2014, l'officina di Cisano, pur con qualche oscillazione annuale, ha mantenuto un fatturato costante con un leggero incremento del 4,95% passando da Euro/mila 1.170 ad Euro/mila 1.228.

4.3.1.2 Il ramo d'azienda oggetto di valutazione

Come ampiamente illustrato in precedenza le uniche poste patrimoniali facenti parte dell'azienda sono le attrezzature utilizzate dalla Società per l'esercizio dell'attività.

L'elenco delle attrezzature è dettagliato nell'allegato "B" al Contratto; dalla lettura di tali allegati si evince che gran parte delle attrezzature, soprattutto quelle utilizzate nelle officina di Genova Bolzaneto, sono state acquistate da circa un decennio.

Il valore contabile degli "Impianti e Macchinari" e delle "Attrezzature" era al 31 agosto 2015 complessivamente di Euro 23.779, così come risultante dalla situazione contabile fornita dallo scrivente.

Alla luce di quanto esposto si conferma che il valore delle attrezzature non deve essere preso singolarmente ma deve essere valutato unitamente al valore del Ramo; proprio per questi motivi lo scrivente ha ritenuto che il metodo più adatto a valutare il Ramo sia quello reddituale.

4.3.2. Il reddito medio atteso (R)

Il criterio pratico di stima del reddito medio atteso richiede di considerare la serie storica dei redditi contabili riferiti anche agli anni precedenti, così come risultanti dai rispettivi bilanci regolarmente approvati; obiettivo dello scrivente è quello di stimare, partendo dall'analisi storica dei risultati conseguiti negli ultimi anni, un reddito medio atteso dalla gestione del Ramo nei prossimi "n" anni.

Il sottoscritto ha esaminato gli ultimi 4 bilanci approvati (anni 2011 – 2014) oltre alla situazione economico patrimoniale al 31 agosto 2015.

Lo scrivente ha proceduto alla "normalizzazione" del reddito prodotto negli esercizi precedenti mediante la riclassificazione del conto economico dei bilanci esaminati, i cui risultati sono riportati nella seguente tabella:



CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	ESERCIZIO 2011	ESERCIZIO 2012	ESERCIZIO 2013	ESERCIZIO 2014	ESERCIZIO 2015
Ricavi delle vendite	€ 3.475.401	€ 2.958.299	€ 2.813.950	€ 2.663.194	€ 1.265.720
Variazione rimanenze	€ 0	€ 0	-€ 52.567	-€ 377.919	€ 100.000
VALORE DELLA PRODUZIONE OPERATIVA	€ 3.475.401	€ 2.958.299	€ 2.761.383	€ 2.285.275	€ 1.365.720
Costi esterni operativi	€ 3.008.076	€ 2.669.172	€ 2.264.794	€ 2.221.102	€ 1.481.075
Valore aggiunto	€ 467.325	€ 387.127	€ 496.589	€ 64.173	-€ 115.355
Costi del personale	€ 358.198	€ 394.894	€ 389.361	€ 402.976	€ 150.495
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 111.127	-€ 7.767	€ 107.228	-€ 338.803	-€ 265.850
Ammortamenti e accantonamenti	€ 92.339	€ 81.279	€ 65.324	€ 571.519	€ 33.789
RISULTATO OPERATIVO	€ 18.788	-€ 89.046	€ 41.904	-€ 910.322	-€ 299.639
Risultato dell'area accessoria	€ 8.911	€ 68.962	€ 42.590	€ 18.077	€ 10.453
Risultato dell'area finanziaria	€ 137	-€ 32.675	-€ 54.988	-€ 123.032	€ 1
EBIT NORMALIZZATO	€ 27.838	-€ 52.759	€ 29.496	-€ 1.015.277	-€ 289.185
Risultato dell'area straordinaria	€ 7.245	€ 17.133	-€ 3.493	-€ 1.221	€ 1
EBIT INTEGRALE	€ 35.081	-€ 35.626	€ 26.003	-€ 1.016.498	-€ 289.184
Oneri finanziari	€ 100.873	€ 114.824	€ 138.886	€ 107.482	€ 58.890
RISULTATO LORDO	-€ 65.792	-€ 150.550	-€ 110.663	-€ 1.123.980	-€ 348.074
Imposte sul reddito	€ 23.230	-€ 6.378	€ 17.367	€ 22.015	€ 0
RISULTATO NETTO	-€ 89.022	-€ 144.172	-€ 93.296	-€ 1.145.995	-€ 348.074

Sono stati pertanto isolati i ricavi ed i costi della gestione operativa ottenendo il Margine Operativo Lordo (d'ora innanzi MOL). Il MOL rappresenta quindi il risultato della gestione operativa senza tenere conto né della gestione accessoria, né delle gestioni finanziaria e straordinaria e neanche delle imposte.

Ai fini della presente analisi lo scrivente, per determinare il reddito medio atteso dei prossimi "n" anni esaminerà ed utilizzerà i MOL del periodo 2011 - 2015 che sono evidenziati nella tabella seguente (si ricorda che per il 2015 i dati si riferiscono al periodo 1 gennaio - 31 agosto):

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	ESERCIZIO 2011	ESERCIZIO 2012	ESERCIZIO 2013	ESERCIZIO 2014	ESERCIZIO 2015
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 111.127	-€ 7.767	€ 107.228	-€ 338.803	-€ 265.850

L'analisi dei MOL sopra elencati mette in evidenza i risultati notevolmente negativi degli ultimi due esercizi; è chiaro che se ai fini della presente perizia si tenesse conto dei risultati degli anni 2014 e 2015, il valore del Reddito atteso e quindi anche del Ramo che si otterrebbe sarebbe pari a zero o addirittura negativo.

Lo scrivente, confidando nella ripresa del mercato ed in una riorganizzazione e ristrutturazione aziendale, ritiene, ai fini della determinazione del Reddito medio atteso, in una visione ottimistica, di considerare pari a zero, e non negativo, il MOL degli esercizi in cui il risultato è stato negativo.

Il Reddito medio atteso è quindi stato calcolato come media dei seguenti valori:

CONTO ECONOMICI RICLASSIFICATO	ESERCIZIO 2011	ESERCIZIO 2012	ESERCIZIO 2013	ESERCIZIO 2014	ESERCIZIO 2015
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 111.127	€ 0	€ 107.228	€ 0	€ 0

Il valore medio del MOL, così calcolato, del periodo 2011 – 2015 è pari ad Euro 43.671. Ipotizzando in una ripresa del mercato lo scrivente determina il Reddito medio atteso (R) annuo in Euro/mila 50.

4.3.3. Il tasso di attualizzazione (i)

Il tasso " i " (di attualizzazione) di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.

Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa:

$$i = i' + s$$

i = Tasso di attualizzazione

i' = Tasso di rendimento per attività prive di rischio

s = coefficiente di maggiorazione.

Si e' ritenuto di assumere il rendimento per attività prive di rischi pari al rendimento nominale medio dei titoli di stato a medio termine (investimento privo di rischio) al netto del tasso di inflazione medio: lo scrivente ha individuato nel rendimento dell'emissione del 28 aprile 2016 di BTP decennali il tasso di riferimento per investimenti privi di rischio, pari al 1,50%; a tale valore, deve essere dedotto il tasso di inflazione medio per gli ultimi dodici mesi: gli ultimi dati a disposizione dello scrivente, riportano un tasso di inflazione vicino allo zero.

A tale valore andrà sommato il premio (s) che si vuole ottenere dall'investimento effettuato, che varia a seconda del settore, delle dimensioni aziendali e dell'andamento del mercato. Più sarà elevato il rischio, più sarà elevato il coefficiente di maggiorazione (s), indicativo dell'intensità del rischio di impresa.

La prassi indica in un intervallo compreso tra il 5% ed il 9% il coefficiente di maggiorazione per le aziende commerciali

Con riferimento alle aspettative del settore ed al contesto operativo della società oggetto di valutazione, è stato assunto un coefficiente di rischio "s" pari al 7,00%, e pertanto "i" pari al 8,50 %:

$$1,5 \% (i') + 7,00\% (s) = 8,50 \% (i)$$

4.3.4 La durata della capitalizzazione (n)

Secondo la prassi più diffusa "n" potrebbe variare tra 3 e 10 anni.

Nella prassi si sono andati consolidando degli orientamenti in merito alla DURATA che si riassumono qui di seguito:

- nell'ipotesi in cui l'attività aziendale è centralizzata sulla figura dell'imprenditore, la durata "n" oscilla tra i 3 e i 5 anni;
- nell'ipotesi in cui l'attività non sia centralizzata sulla figura dell'imprenditore, la stessa oscilla tra i 5 e gli 8 anni;
- nel caso di azienda in precario equilibrio economico, la durata "n" si stima in 3 anni;
- nel caso di azienda in normale equilibrio economico, la durata va da 5 a 10 anni;
- nel caso di aziende che operano in regime di concessione, la durata è definita dal contratto di concessione.

Nella fattispecie, alla luce di quanto sopra esposto, tenuto conto dello scopo della presente perizia di determinare il valore di mercato dell'azienda, tenuto della particolare congiuntura economica di questi ultimi anni e della crisi del settore automobilistico e del commercio dei pneumatici, alla luce anche di una ripresa del settore, lo scrivente determina "n" in 5 anni.

4.3.5 I risultati della valutazione

La valutazione del Ramo, tenuto conto delle premesse metodologiche in precedenza sviluppate, con l'avvertenza che alcune assunzioni sono necessariamente frutto di scelte ed ipotesi in parte arbitrarie, è stata effettuata utilizzando il "metodo reddituale" nella variante della capitalizzazione limitata, pervenendo ai seguenti risultati:

METODO DELLA CAPITALIZZAZIONE LIMITATA DEL PROFITTO MEDIO

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

W = valore dell'azienda

R = Euro/mila 50

i = 8,50 %

n = 5

$a_{n|i} = 3,9406$

$W = 50 \cdot 3,9406 = \text{Euro/mila } 197 \text{ (previo arrotondamento)}$

4.3.6 Altri metodi di valutazione

Per trovare conferma dei valori indicati potrebbe essere utile applicare alcuni metodi empirici di valutazione; un metodo empirico che può essere utilizzato è quello del raffronto con transazioni similari; la difficoltà consiste nel reperire transazioni effettuate in tempi recenti per aziende esercenti la stessa attività a quella di Pneus, di dimensioni analoghe e localizzate nelle vicinanze; nel caso specifico lo scrivente ritiene che possa essere utilizzato il contratto di acquisto con il quale Pneus ha acquistato nel 2008 da Società terza, la Top Gomme S.a.s., il ramo d'azienda costituita dall'officina di Cisano sul Neva.

Con atto a rogito Notaio Luigi Francesco Riso del 24 gennaio 2008, repertorio n. 24.6237, raccolta n. 13.570, registrato presso l'Ufficio di Genova 1 il 21 febbraio 2008 al n. 2450 Pneus ha acquistato il ramo d'azienda costituito dall'officina di Cisano sul Neva al prezzo complessivo di Euro 188.500.

E' necessario evidenziare che nell'ultimo decennio a causa della congiuntura economica negativa e del diminuire dei margini positivi nelle vendite, che ha influenzato come sopra evidenziato anche il settore dei pneumatici, il valore delle transazioni delle attività commerciali ha subito un notevole decremento.

Lo scrivente ritiene che il valore di mercato del ramo di azienda costituito dall'officina di Cisano abbia subito un decremento, tra il 2008 e il 31 agosto 2015, di almeno il 20%; ai fini della presente perizia lo scrivente ritiene pertanto che il valore del ramo Cisano avesse al 31 agosto 2015 un valore non superiore ad Euro/mila 150 (pari al valore della transazione del 24 gennaio 2008 ridotta del 20%).

Il Ramo oggetto di valutazione nella presente perizia è costituito oltre che dall'officina di Cisano, come più volte evidenziato, anche dell'officina di Genova Bolzaneto.

Prima di procedere alla determinazione del valore dell'officina di Bolzaneto è necessario evidenziare i seguenti due aspetti:

- 1) Come già evidenziato nel paragrafo 4.3.1.1.1. l'officina di Genova Bolzaneto, a differenza di quella di Cisano, ha subito un crollo di quasi il 40% del proprio fatturato nel periodo 2010 – 2014; nell'esercizio 2014 il fatturato realizzato dalle due officine era pressochè identico.
- 2) Dai dati forniti dalla Società allo scrivente è evidente che i margini realizzati dall'Officina di Bolzaneto sono negativi e sicuramente peggiori rispetto a quelli conseguiti da Cisano. Si riportano qui di seguito i dati dei costi del personale, per il periodo 2011 – 2014, incluso il costo degli amministratori in quanto prestatori d'opera, suddiviso per officina:

COSTO DEL PERSONALE				
Officina	2011	2012	2013	2014
Genova	€ 373.599,67	€ 358.466,08	€ 323.672,35	€ 310.791,61
Cisano	€ 143.101,03	€ 143.450,02	€ 143.541,12	€ 147.470,04
Totale	€ 516.700,70	€ 501.916,10	€ 467.213,47	€ 458.261,65

Nel corso degli esercizi il costo del personale relativo a Cisano è rimasto pressochè invariato, mentre quello di Genova ha subito un lieve decremento ma in misura assai inferiore al decremento del fatturato.

In particolare è importante osservare che nell'esercizio 2014 le due officine hanno realizzato un fatturato quasi identico (Genova Euro/mila 1.212 e Cisano Euro/mila 1.228) mentre i costi del personale riconducibili all'officina di Genova sono più del doppio di quelli riconducibili a Cisano: Euro/mila 311 contro Euro/mila 147.

Di conseguenza l'incidenza del costo del personale sul fatturato è pari al 25,66% per Genova contro l' 11,97% di Cisano.

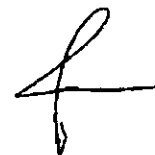
E' pertanto inconfutabile che il valore attribuibile all'officina di Genova è notevolmente inferiore a quello attribuibile a Cisano; lo scrivente ritiene plausibile che il valore attribuibile a Genova sia circa la metà del valore attribuibile a Cisano.

Alla luce di quanto sopra esposto, in una visione ottimistica di ripresa del mercato e presupponendo una riorganizzazione della struttura organizzativa dell'officina di Genova da parte di potenziali acquirenti, lo scrivente ritiene di attribuire all'officina di Bolzaneto un valore comunque non superiore ad Euro/mila 75.

Con il metodo empirico appena esposto lo scrivente arriva a determinare il valore Complessivo del Ramo in un valore non superiore ad Euro/mila 225 (pari alla somma del valore attribuito alle due officine: $150 + 75 = 225$).

4.3.7 Media dei metodi

La media dei metodi sopra evidenziati, quello reddituale e quello empirico, porta ad un valore del Ramo, oggetto della presente perizia, di Euro/mila 211 ((Euro/mila 197 (metodo reddituale) + Euro/mila 225 (metodo empirico))/2 = Euro/mila 211).



5. CONCLUSIONE

5.1 Osservazioni conclusive

Il sottoscritto Pietro Grondona, in adempimento al mandato conferitogli, determina il valore del Ramo, ampiamente individuato nei paragrafi precedenti, pari a:

Euro 211.000=
(duecentoundicimila)

Genova, li 12 maggio 2016

Il perito estimatore

(Dot. Pietro Grondona)

