

TRIBUNALE CIVILE DI SASSARI

SEZIONE FALLIMENTARE

RG 1/2024 MESINA COMPANY DI MAURO MESINA & C. SNC

G.D. Dott.ssa Giovanna Maria Mossa

Curatore dott. Gabriele Solinas

**PERIZIA DI STIMA DELLA SOCIETA'
MESINA COMPANY SRL**

Sommario

1.	Relazione di consulenza tecnica	3
2.	Documentazione esaminata e collocazione temporale della perizia.	3
3.	Breve profilo societario.....	4
4.	Precisazioni sui metodi di valutazione.....	4
5.	Metodo scelto.....	7
6.	Criteri di normalizzazione del reddito.	7
7.	Costruzione del tasso di attualizzazione.	10
8.	Il beta.	12
9.	Valutazione dell' azienda con il metodo reddituale.....	13
10.	Metodo alternativo	15
11.	Stima autonoma dell' avviamento.....	19
12.	Valore dell' azienda con metodo patrimoniale e stima autonoma dell' avviamento.	20
13.	Valori finali ottenuti.	20

1. Relazione di consulenza tecnica

La sottoscritta Francesca Testa, dottore commercialista con studio in Sassari, Piazza d'Italia 34, iscritta al n. 163° dell'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Sassari, è stata incaricata dal curatore del fallimento "Mesina Company di [REDACTED] & C. Snc" dott. Gabriele Solinas, di effettuare una valutazione aziendale della società Mesina Company srls interamente partecipata dai soci della società fallita, con l'obiettivo di determinarne il capitale economico e ai fini di una cessione delle quote della stessa all'interno della procedura concorsuale.

La sottoscritta è stata nominata dal Curatore della procedura in data 28/11/2025.

La relazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e di ordinarietà delle condizioni gestionali future.

2. Documentazione esaminata e collocazione temporale della perizia.

Per lo svolgimento dell'incarico sono state utilizzate le situazioni contabili fornite dalla società (che è in bonis e i cui soci sono entrambi falliti e rappresentati dal Curatore Fallimentare), i bilanci depositati in Camera di Commercio e il libro dei cespiti aggiornato all'attualità. È stata richiesta, inoltre, la collaborazione dei soci della società collettiva fallita a riguardo della valutazione a valori correnti degli automezzi della società.

Per quanto riguarda l'inquadramento temporale, la valutazione reddituale tiene conto dei flussi reddituali prodotti dal 2021 al 2024, mentre l'analisi patrimoniale tiene conto della consistenza rilevata al 31/12/2024.

I dati non riferibili alla società sono stati rilevati da fonti esterne e pubbliche. Sono stati prelevati all'ultima versione disponibile che purtroppo non sempre è stata relativa all'ultimo anno esaminato e cioè il 2024, ma in alcuni casi precedente.

La sottoscritta pur avendo esercitato tutte le precauzioni per una valutazione attenta, scettica e prudente e pur avendo svolto l'incarico con diligenza e professionalità non può rispondere della completezza, accuratezza e attendibilità piena del dato in quanto non ha potuto effettuare alcuna attività di revisione del dato stesso.

Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento dell'incarico da parte della sottoscritta in piena ed assoluta indipendenza rispetto ad eventuali soggetti terzi interessati sia direttamente sia indirettamente alla valutazione dell'azienda.

La presente relazione ha come oggetto l'elaborazione di dati passati per elaborare previsioni future di andamento economico e/o patrimoniale, ma non può essere identificata come la garanzia del futuro

andamento della società.

L'onorario della sottoscritta non è legato al valore dell'azienda stimata ma concordato con la curatela.

La presente relazione è conforme a quanto disposto dai Principi Italiani di Valutazione.

3. Breve profilo societario.

La società Mesina Company srl è stata costituita il giorno 8 febbraio 2018 e ha iniziato l'attività in data 14 febbraio 2018.

Al momento della costituzione della società il capitale sociale era di 5.000,00 e risulta essere interamente versato.

La durata della società è indeterminata.

La società svolge l'attività di trasporto su strada, il noleggio di macchine operatrici senza operatore (a freddo) e/o con l'operatore (nolo a caldo) e attrezzature per l'edilizia ed infine può eseguire lavori edili di qualunque specie e natura.

I soci della società sono il sig. [REDACTED] a Sassari [REDACTED] detiene una quota pari al 51% del capitale sociale ed il s. [REDACTED] a Sassari [REDACTED] che detiene una quota pari al 49% del capitale sociale.

Entrambi i soci sono falliti a causa del fallimento della società "Mesina Company [REDACTED] & C. Snc" che comporta il fallimento in estensione dei soci.

Pertanto, la totalità delle quote è adesso nella disponibilità del curatore fallimentare dott. Gabriele Solinas che provvederà alla loro alienazione secondo le opportune modalità stabilite dalla legge applicabile alla crisi d'impresa.

La presente perizia di valutazione ha quindi l'obiettivo di fornire alla procedura uno o più valori che il curatore potrà prendere come riferimento al momento della predisposizione delle vendite.

4. Precisazioni sui metodi di valutazione.

L'obiettivo della valutazione d'azienda è quello di attribuire un valore al capitale economico dell'azienda ai fini di una potenziale vendita, in questo caso inquadrata dalla disciplina della Legge Fallimentare.

La valutazione del capitale economico può avvenire in diversi modi e non esiste un metodo che sia totalmente obiettivo. In tutti i metodi si deve scendere a compromessi con la soggettività ed effettuare delle stime, delle ipotesi ed in alcuni casi anche delle congetture.

Gli elementi di soggettività vanno a sommarsi ai metodi codificati dalla pratica professionale in modo

che venga identificato, ad opera del lettore della perizia, un grado soddisfacente di consistenza teorica e di razionalità, che è il primo requisito che si richiede alla metodologia valutativa.

Un altro requisito che la metodologia valutativa deve avere è quello dell'attendibilità ovvero l'esperto deve verificare che la base informativa che ha utilizzato per effettuare la valutazione (dati aziendali e dati esterni) siano le migliori informazioni disponibili alla data in cui viene effettuata la valutazione, a questo requisito si abbina quello dell'obiettività. Al perito valutatore d'azienda non può essere richiesta una revisione o una due diligence sul dato acquisito quindi il valutatore in questo caso spiega le motivazioni alla base della scelta delle fonti dei vari dati acquisiti.

Il metodo inoltre deve essere neutro rispetto alle caratteristiche e agli interessi delle parti coinvolte nella valutazione.

La valutazione deve inoltre contemplare il contesto di mercato ed i rischi specifici del settore in cui opera, anche relativi alla sua dimensione.

A riguardo del valutatore, inoltre, si richiede il rispetto dell'etica professionale, indipendenza, oggettività nella ricerca e nella selezione di informazioni e la diligenza nello svolgimento dell'incarico.

Si rimanda ai Principi Italiani di Valutazione per una disamina esaustiva dei requisiti elencati nel presente paragrafo.

Per quanto riguarda i metodi valutativi concernenti le aziende possiamo identificare i seguenti:

- Metodi patrimoniali;
- Metodi reddituali;
- Metodi finanziari;
- Metodi dei multipli;
- Metodi misti

I metodi patrimoniali basano il calcolo del valore aziendale sul valore del capitale netto alla data della stima, tenendo quindi conto delle eventuali differenze tra il valore contabile (o di libro) e quella che può essere considerato un valore reale (valore di mercato). Tali differenze vengono applicati sia ai valori attivi che a quelli passivi. Il valore ottenuto è dato dal Patrimonio netto contabile al quale viene quindi aggiunta la somma algebrica dei plusvalori e minusvalori che derivano dalle rettifiche patrimoniali. Tale differenza viene a sua volta rettificata dal carico fiscale potenziale.

I metodi reddituali si basano sulla capacità dell'azienda di produrre nel corso di un orizzonte temporale futuro che può essere certo e definito oppure non definito e quindi perpetuo. Tale flusso reddituale dovrà essere attualizzato ad un opportuno tasso di interesse.

Secondo l'approccio finanziario il valore dell'azienda si misura attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi anno per anno attraverso l'utilizzo di un tasso opportunamente scelto. Solitamente in

questo metodo di valutazione si sceglie l'orizzonte temporale del business plan di riferimento (dal quale si evincono i flussi finanziari attesi futuri). A questo valore si aggiunge il cosiddetto Terminal Value che è pari al valore del flusso di cassa atteso dopo l'orizzonte di piano, anch'esso debitamente attualizzato ad un tasso scelto. A questi valori viene poi sottratta la Posizione Finanziaria Netta iniziale. La ratio dell'applicazione di tale metodo è che l'investitore misura le prestazioni dell'azienda non tanto in risultati reddituali ma nella produzione di flussi di cassa che prima coprono la posizione finanziaria netta (nel caso in cui l'azienda sia debitrice netta) e successivamente portano alla redistribuzione degli stessi e al rientro dell'investimento effettuato nel minor tempo possibile.

I metodi dei multipli (di mercato) approccia la valutazione d'azienda senza utilizzare metodi matematici finanziari veri e propri ma solo ed esclusivamente sulla base di valori di mercato espressi da attività che si possono definire comparabili. Si tratta di una valutazione tesa "all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo d'azienda, oggetto di esame, muovendo dai prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti di società quotata" (PIV, III.1.38).

L'applicazione del criterio non può prescindere dalla considerazione che ogni azienda è differente anche se appartenente allo stesso settore e quindi i valori che vengono dati come noti per la valutazione non possono essere presi in modo acritico per effettuare la valutazione. In pratica il metodo si basa sul fatto che alcuni misuratori di performance aziendali (EBIT, ad esempio, nel caso dei multipli di borsa e il numero delle stanze di un albergo nel caso del metodo a transazioni comparabili) hanno una correlazione con il valore dell'azienda. Selezionando quindi un gruppo omogeneo di aziende di cui si conosce il valore è possibile isolare un multiplo tra il valore di mercato dell'azienda di cui si conosce il valore e il misuratore di performance.

Il multiplo di mercato viene moltiplicato per il misuratore di performance dell'azienda da valutare e da quello ottengo il valore dell'azienda.

Ad esempio, se un settore di mercato presenta che il rapporto del valore delle aziende del settore e il loro EBIT è pari a 5 tale valore verrà poi moltiplicato per l'EBIT dell'azienda obiettivo di valutazione e il risultato della moltiplicazione fornirà il valore dell'azienda.

I metodi misti invece sono quelli che aggiungono al valore patrimoniale dell'azienda anche una stima autonoma dell'avviamento con il compito di tenere nella giusta considerazione anche le prospettive di reddito dell'azienda oggetto di valutazione.

L'elaborazione del patrimonio aziendale ricalca esattamente il metodo patrimoniale semplice e quindi non viene ulteriormente esplicitato mentre la stima autonoma dell'avviamento è data dalla differenza tra il reddito atteso dell'azienda e la redditività del Patrimonio Netto Rettificato. Se questa differenza è positiva l'azienda oltre alla redditività del patrimonio netto produce ulteriore reddito e quindi *Goodwill* il contrario sarà invece quando l'azienda produrrà meno reddito rispetto alla redditività del Patrimonio Netto Rettificato.

5. Metodo scelto.

Il metodo che è stato scelto per la valutazione dell'azienda è quello reddituale. La scelta è stata effettuata in tal senso in modo da fornire una valutazione che esprimesse una certa dinamicità, dato che l'azienda, ad oggi, è operativa sul mercato.

In via generale la tecnica di valutazione reddituale presuppone l'attualizzazione dei flussi di reddito previsionali che vengono elaborati dall'azienda in attività grazie alla predisposizione di budget previsionali che mirano a stimare in modo congruo e realistico gli andamenti economici (e finanziari) futuri.

Nel caso di specie non si dispone delle proiezioni future; quindi, si adatteranno le condizioni di redditività storiche, normalizzando i redditi prodotti negli ultimi anni di cui si dispone del bilancio eliminando eventuali componenti di natura straordinaria, le imposte e tutti i valori che potrebbero in qualche modo risultare estranei alle dinamiche operative. Il reddito determinato in questo modo rappresenta, in via teorica, quella che è la capacità reddituale ordinaria dell'azienda.

I vari redditi normalizzati dei vari periodi storici presi in considerazione vengono sommati, viene attribuito loro un peso e ne viene ricavata una media aritmetica di tipo ponderato. Il valore ottenuto tramite questa stima viene proiettato nell'orizzonte temporale futuro di stima che in questo caso si è scelto, per prudenza, triennale.

Alla sommatoria dei flussi di reddito normalizzati del triennio si è poi sommata una condizione di chiusura, rappresentata dal valore terminale che è stato costruito in continuità, utilizzando il reddito normalizzato utilizzato per l'attualizzazione degli altri flussi reddituale e aggiungendo una variazione positiva identificata come tasso di crescita, coerente con la maturità del settore e senza l'intento di produrre eventuali distorsioni che porterebbero ad una mancanza di coerenza del criterio di valutazione scelto.

6. Criteri di normalizzazione del reddito.

La prima criticità da affrontare per la predisposizione del modello valutativo reddituale è quella della predisposizione, per ogni singola annualità considerata, del reddito normalizzato.

Il reddito normalizzato viene ricavato a partire dal reddito scaturente dal conto economico di bilancio al lordo delle imposte (che verranno stimate *ex-novo* in un momento successivo). A questo valore dovranno essere sommate algebricamente alcune voci che servono per portare il reddito di bilancio ad un'entità che può essere usata come parametro anche per i periodi futuri che sono oggetto di stima.

Per ogni singolo periodo del passato preso in considerazione verrà calcolato il reddito normalizzato e gli verrà attribuito un peso in modo che i redditi passati abbiano un'incidenza leggermente più bassa, nel calcolo della media ponderata dei redditi normalizzati, rispetto a quelli più recenti e quindi più vicini

al periodo di valutazione.

Le rettifiche poste alla base del calcolo della normalizzazione non sono solo ed esclusivamente poste desumibili dall'impianto contabile dell'azienda ma anche, eventualmente, da quelli che possono essere considerati dei costi latenti, cioè non contabilizzati ma comunque connessi all'attività e alla struttura aziendale.

In sede di normalizzazione si può parimenti verificare la necessità di apportare altri correttivi come, ad esempio, la sostituzione dei valori scaturenti dalla contabilizzazione del leasing con il metodo patrimoniale con la contabilizzazione prevista dallo IAS17 che è conosciuta come metodo finanziario. In questa sede si dovrà appostare una rettifica come differenza tra il costo del canone di leasing e l'ammortamento che invece dovrebbe essere calcolato sul bene in leasing sulla base delle aliquote per tempo vigenti.

Una volta apportate tali rettifiche si procede a determinare il nuovo carico fiscale che è da considerarsi comunque una stima dato che non vengono prese in considerazione le imposte anticipate e differite.

Di seguito viene fornita la tabella dei redditi normalizzati per le annualità dal 2021 al 2024.

Annualità	2021	2022	2023	2024
Risultato lordo d'esercizio	273.087,00 €	89.416,00 €	91.238,00 €	- 3.199,00 €
Area Straordinaria				
(+) Oneri Straordinari	36.141,40 €	5.718,80 €	1.998,06 €	6.761,01 €
(-) Proventi Straordinari	37.993,03 €	160,00 €	15.497,89 €	- €
(+/-) Valore medio dei Componenti Straordinari				
Subtotale 1	271.235,37 €	94.974,80 €	77.738,17 €	3.562,01 €
Gestione costi latenti				
(-) Remunerazione Manageriale	- €	- €	- €	- €
(-) Fitti figurativi	- €	- €	- €	- €
(-) Interessi di computo	- €	- €	- €	- €
Subtotale 2	271.235,37 €	94.974,80 €	77.738,17 €	3.562,01 €
Altri correttivi				
(+/-) Esclusione di componenti estranee alla gestione	- €	- €	- €	- €
(+/-) Canoni di leasing	8.196,41 €	21.480,49 €	34.869,86 €	21.172,60 €
+Canone Totale comprensivo di interessi	42.082,96 €	129.601,32 €	243.975,12 €	274.426,57 €
-Interessi canoni leasing			9.036,70 €	5.985,41 €
-ammortamento beni leasing calcolo patrimoniale	33.886,55 €	108.120,83 €	200.068,56 €	247.268,56 €
Reddito Lordo Normalizzato	279.431,78 €	116.455,29 €	112.608,03 €	24.734,61 €
Nuove imposte Stimate	77.961,47 €	32.491,03 €	31.417,64 €	6.900,96 €
Reddito Netto Normalizzato	201.470,31 €	83.964,26 €	81.190,39 €	17.833,65 €
Pesi	0,9	0,95	0,95	1
Reddito Medio Normalizzato				93.698,38 €

I pesi utilizzati per la costruzione della media ponderata sono pari a 0,9 per i redditi normalizzati riguardante il 2021, 0,95 per il reddito riguardante il 2022 e 2023, 1 per il reddito del 2024.

I pesi utilizzati impattano quindi in maniera relativamente lieve sui valori scaturiti dalla normalizzazione del reddito si è optato per questo tipo di pesatura perché il settore in cui l'azienda opera è maturo e si ritiene quindi che l'andamento reddituale di un'azienda, nel pieno della sua maturità, all'interno di un settore anch'esso maturo sia caratterizzato bene o male da una costanza di fondo.

Il reddito medio normalizzato è pari ad € 93.698,38.

Una volta rilevato il reddito normalizzato medio si pone la problematica della costruzione del tasso di

attualizzazione da applicare alla formula di valutazione.

7. Costruzione del tasso di attualizzazione.

Prima di spiegare la tecnica di costruzione del tasso di attualizzazione è necessario premettere che la valutazione si basa su un approccio equity side quindi il tasso verrà costruito su un modello CAPM (Capital Asset Pricing Model). Un'altra tecnica di valutazione dei redditi denominata asset side, che non verrà utilizzata in questa sede, utilizza come strumento di calcolo per il tasso di attualizzazione il WACC (Wighted Average Cost of Capital) e come reddito di riferimento o l'EBIT o il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) a seconda di come vengono pesate le componenti accessorie del reddito dell'azienda da valutare.

Il tasso di attualizzazione rappresenta il rendimento che si ritiene debba fornire l'investimento, tenendo conto del rischio d'impresa.

Il metodo CAPM costruisce il tasso di attualizzazione sommando due tassi. Il primo tasso indicherà il rendimento atteso dell'investimento mentre il secondo tasso evidenzierà il rischio d'impresa.

Pertanto, il primo tasso sarà un tasso Risk-free costruito quindi su un rendimento di un buono del tesoro decennale italiano mentre il secondo tasso verrà stimato.

Per la costruzione del tasso privo di rischio sono stati estrapolati i dati dei rendimenti lordi dei BTP a scadenza decennale dal ministero dell'economia e delle finanze dell'ultimo anno concluso.

	2025
Mese	Tasso
Gennaio	3,60%
Febbraio	3,55%
Marzo	3,83%
Aprile	3,62%
Maggio	3,57%
Giugno	3,48%
Luglio	3,52%
Agosto	3,58%
Settembre	3,62%
Ottobre	3,46%
Novembre	3,44%
Dicembre	Niente emissione decennale
Media Aritmetica	
	3,57%

La media aritmetica dei rendimenti è pari al 3.57% che viene arrotondata prudenzialmente a 3,5%. Le società internazionali che si occupano di stimare il valore aziendale sono solite utilizzare per il calcolo del costo dell'equity il tasso del Bund a 15 anni che presenta un tasso al 2,5% mentre l'indicazione del

Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti nel lavoro “I fattori addizionali di rischio nel costo del capitale per le valutazioni di bilancio e l’impairment test” è quella di utilizzare i BTP a scadenza decennale. Si è deciso quindi di seguire quest’ultima strada dando alla valutazione un’impronta maggiormente nazionale data anche la modesta dimensione dell’impresa.

La costruzione del tasso che identifica il premio per il rischio è stata effettuata su alcuni dati statistici che sono elaborati da siti internazionali esterni e presuppongono, purtroppo, un minimo di arbitrarietà che si cercherà di temperare con la prudenza professionale.

Il premio per il rischio viene identificato come la differenza positiva tra il rischio di mercato azionario del paese di riferimento e il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio dello stesso paese.

Questa differenza positiva (il rischio di mercato è sempre superiore al rendimento dei titoli privi di rischio) viene anche identificata come Equity Risk Premium e viene calcolato da alcuni siti specializzati (Damodaran). Il dato corre il rischio di sotto stimare il premio per il rischio in quanto i calcoli vengono effettuati su panieri azionari, prendendo in considerazione aziende che hanno un’elevata struttura patrimoniale e una struttura organizzativa giocoforza, date le dimensioni, altrettanto elevata. La forchetta proposta da Damodaran nel suo sito riguardante il premio per il rischio va dal 4,95% al 6,69% mentre Kroll Llc evidenzia un premio per il rischio pari ad un range che va dal 5,5 al 6%. Si ritiene che quindi sia coerente mantenere una valutazione prudentiale del premio per il rischio pari al 4,95% stante anche il miglior outlook che il sistema Italia ha recentemente acquisito presso le agenzie di rating internazionali. Si allegano sia i dati reperiti dal sito del prof. Damodaran sia i dati della società Kroll Llc.

L’azienda che si deve valutare, al contrario delle aziende di cui si reperiscono i dati statistici, è una microazienda, che ovviamente non ha una struttura patrimoniale tale da giustificare una quotazione azionaria (anche se comunque la dotazione patrimoniale non è certo ridotta ed è inoltre sintomatica della tipologia d’impresa ad alto contenuto patrimoniale) né ha una struttura organizzativa tale da poter consentire di effettuare una due diligence efficace per poter procedere ad una valutazione aziendale maggiormente oggettiva. La minore dimensione e la minore struttura espongono, da ultimo, ma non per importanza, ad un rischio maggiore di default, dovuto ad eventuali oscillazioni del mercato e delle commesse affidate.

La correzione relativa all’aspetto dimensionale porta ad un aumento del tasso di attualizzazione. L’azienda per come è strutturata viene classificata nel decimo decile di grandezza da parte della Kroll Llc il cui studio viene poi ripreso dal documento di ricerca del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti citato in precedenza. L’ultimo decile presenta un limite superiore alla capitalizzazione di mercato pari ad € 2.000.000,00.

Per queste aziende il fattore di correzione da aggiungere al tasso di attualizzazione, sulla base degli ultimi dati a disposizione è pari al 11,29%. Il lavoro di Kroll Llc viene tuttavia aggiornato da Galbraith

nel suo lavoro accademico “Size Premium in Small Business Valuation”. Il valore del Size Risk Premium è pari all’11,17% che è il valore che si è scelto di utilizzare per la costruzione del tasso.

Il tasso relativo alla componente di rischio sarà quindi pari alla somma dell’ERP (equity risk premium) e del fattore di correzione dimensionale (SRP ovvero *Size Risk Premium*).

Tradotto in cifre avremo quindi $4,95\% + 11,17\% = 16,12\%$

8. Il beta.

La costruzione del modello di valutazione economica di un’azienda presuppone anche l’applicazione di un moltiplicatore beta applicato al tasso relativo alla componente di rischio.

Il beta rappresenta la variazione che assume l’attività finanziaria (in questo caso l’azienda) rispetto alle variazioni di mercato. A riguardo delle imprese il beta assume valori tra zero e infinito. Se il coefficiente assume valore zero significa che l’azienda non segue le variazioni di mercato e ne è sostanzialmente indipendente. Se il valore si colloca tra zero e uno l’azienda si muove nella stessa direzione del mercato ma con una minore volatilità e con minore rischio. Se il valore è pari a uno l’azienda si muove nella stessa direzione del mercato con la stessa volatilità e quindi lo stesso rischio. Se il valore è maggiore di uno l’azienda si muove sempre nella stessa direzione del mercato ma con una volatilità maggiore del mercato stesso.

Le aziende che operano nei vari settori considerati sono quelle quotate in borsa, per le quali il flusso informativo è costante ed è quindi possibile ricostruire attraverso i dati forniti il comportamento dell’azienda rispetto al mercato.

Ogni settore ha un suo beta di riferimento che si può poi suddividere anche in aree geografiche. Si possono quindi distinguere i comportamenti delle aziende di diverse aree geografiche rispetto all’andamento del mercato per quell’area geografica. Il beta settoriale è ovviamente un dato aggregato che accoglie tutte le aziende considerate per quel settore e per una determinata area geografica che sono quotate nei mercati regolamentati.

Il dato relativo ai beta settoriali è fornito dai siti specializzati che si occupano di questa tipologia di lavorazione del dato, soprattutto a fini di supporto per le imprese e/o fondi di investimento che desiderano effettuare degli investimenti su aziende quotate, oppure a fini puramente accademici come vengono effettuate dal sito damodaran.com.

I dati che verranno utilizzati come riferimento saranno proprio quelli del sito indicato in precedenza. I dati utilizzati saranno relativi ai settori di mercato relativi all’area geografica dell’eurozona.

Il settore di appartenenza dell’azienda da valutare è quello relativo al noleggio di gru per lo svolgimento di lavori di edilizia. Il settore di appartenenza non è esplicitamente indicato nei lavori che raccolgono i beta di settore.

Il lavoro del sottoscritto, nell'identificazione del settore di appartenenza è stato quello di verificare l'esistenza di società quotate operanti nello stesso settore (o che abbiano l'attività di noleggio gru presente ma collocato all'interno di un perimetro più ampio) dell'azienda da valutare nell'area geografica dell'eurozona.

Le aziende trovate (United Rentals sul mercato americano e Ashtead Group sul mercato europeo) sono tutte collocate nel settore Retail (Distributors).

Pertanto, il beta che verrà utilizzato per il calcolo del rischio di mercato è pari a 0,72 pari alla media dei beta degli ultimi cinque anni. Viene allegato il dato reperito dai siti di riferimento.

9. Valutazione dell'azienda con il metodo reddituale

Una volta terminate le operazioni di rilevazione delle variabili coinvolte nella valutazione si procede al calcolo definitivo.

La formula di calcolo del Valore Economico dell'azienda secondo il metodo economico è la seguente.

$$W = \sum_{t=1}^3 \frac{R_t}{(1+K_e)^t} + \frac{VT}{(1+K_e)^3}$$

L'orizzonte temporale preso in considerazione è quello triennale.

Le variabili coinvolte, come da formula che precede, sono indicate di seguito:

- W = valore economico del capitale (equity value) alla data di valutazione $t = 0$
- R_t = reddito (netto) attribuibile ai soci nel periodo t (dopo imposte), espresso in termini normalizzati
- K_e = costo del capitale proprio (CAPM)
- VT = valore terminale al termine del periodo esplicito (fine anno 3)

La sommatoria dei vari redditi normalizzati per i redditi futuri viene sostituita, in assenza di budget o di redditi previsionali attendibili, dal reddito medio normalizzato degli ultimi quattro anni. I valori di R diventano quindi costanti.

Il Valore Terminale viene sostituito anch'egli dal reddito atteso al quale viene applicata una percentuale prudenziale di crescita del 1%.

Identificato g come l'opportuno tasso di crescita prudenziale di cui sopra la condizione di chiusura della valutazione che identifica il valore terminale diventa quindi:

$$VT = \frac{\bar{R}(1 + g)}{K_e - g}$$

Laddove il valore di K è maggiore di g .

È opportuno ricordare come il valore terminale rappresenta il valore che dovrebbe avere l'azienda alla fine della sua vita e quindi l'ipotesi ordinaria è quella di attualizzare i redditi attesi futuri (in questo caso sostituiti con i redditi storici medi normalizzati prodotti) con il calcolo della rendita perpetua al tasso identificato in precedenza con ipotesi di crescita all'1% e poi successivamente portati all'attualità al tasso K che di seguito viene calcolato in dettaglio.

Per quanto riguarda il valore del costo del capitale proprio si richiama la formula del CAPM che è la seguente:

$$K_e = R_f + \beta_L \cdot (ERP + SRP)$$

Sintetizzando quanto indicato nei paragrafi precedenti il valore di K è pari alla somma fra il tasso privo di rischio medio dei BTP decennali battuti nel 2025 da parte del Ministero delle Finanze pari al 3,5% al quale viene sommato il tasso derivante dalla sommatoria del premio per il rischio di mercato e del fattore di correzione dimensionale. Tale sommatoria viene moltiplicato per il beta *levered* cioè il beta che tiene conto, nel suo procedimento di calcolo, dei valori di bilancio delle imprese comprendendo anche le gestioni oltre l'ordinaria (in caso contrario il beta viene definito *unlevered*).

Il valore di K è quindi pari a 15,10%.

Il risultato è dato dalla sommatoria dei redditi medi normalizzati ponderati secondo i pesi esposti nel paragrafo dedicato alle modalità di calcolo del reddito normalizzato e il valore medio di tale reddito è quello esposto nella tabella ivi contenuta.

Pertanto, la sommatoria dei redditi attualizzati è pari ad € 213.580,22. Resta da applicare la condizione di chiusura rappresentata dal valore terminale

La condizione di chiusura relativa al valore terminale è data dal rapporto tra il reddito medio normalizzato considerando un fattore di crescita del 1% e la differenza tra il tasso K (quindi 15,10) e il fattore di crescita g (quindi 1,00).

$$VT = \frac{93.698,38(1 + 0,01)}{0.1510 - 0.01}$$

Il valore della condizione di chiusura (VT) espresso nella formula precedente deve essere riportato all'attualità e quindi attualizzato. In questo caso $VT = € 671.172,82$.

L'attualizzazione a tre periodi viene effettuata utilizzando il tasso K. Il valore è di € 440.157,78

La sommatoria tra il valore della sommatoria dei redditi attualizzati pari ad € 213.580,22 e il valore terminale pari ad € 440.157,78 costituisce il valore economico che è pari ad € 653.738,00.

10. Metodo alternativo

Un metodo alternativo per la valutazione dell'azienda in oggetto è sicuramente quello relativo al metodo patrimoniale rettificato con la stima autonoma dell'avviamento aziendale.

Il metodo in questione si presta bene all'occasione in quanto l'azienda ha una buona struttura patrimoniale, che è particolarmente importante per le aziende che operano nel settore del noleggio gru e di piattaforme aeree. La produzione di utili si riflette e dipende in modo diretto e preponderante dalla presenza dei mezzi di trasporto, dal loro eventuale stato di conservazione, dalla loro vita utile residua e soprattutto dall'intensità del loro impiego all'interno del processo produttivo.

Il metodo considerato oltre a tenere in debita considerazione l'aspetto patrimoniale dell'azienda da valore anche alla capacità dell'azienda di produrre in futuro dei redditi. Il metodo, quindi, risulta certamente più ancorato alla concretezza dei valori patrimoniali scaturenti dall'analisi dei bilanci ma al tempo stesso da una buona significatività alla parte reddituale che è la componente certamente più rilevante nella valutazione economica di un'azienda.

La presente metodologia di valutazione è basata sull'espressione del patrimonio dell'azienda a valori correnti e sulla stima dell'avviamento che l'azienda può produrre attraverso la propria attività. Per avviamento s'intende comunemente la capacità aziendale di remunerare il capitale investito in modo superiore a quella che potrebbe essere una remunerazione normale.

Tradotto in termini matematici la formula è la seguente:

$$V = PN_r + A$$

dove:

- V = valore economico dell'azienda
- PN_r = patrimonio netto rettificato (attività – passività, entrambe a valori correnti)
- A = avviamento

Per quanto riguarda la valutazione del patrimonio netto rettificato ad attività e passività correnti verranno chiaramente prese alcune decisioni valutative soprattutto in relazione al parco automezzi della società.

La valutazione dell'avviamento è data dalla differenza tra il reddito medio atteso dell'azienda e la

redditività normale attesa che è conseguita in media da coloro che apportano il capitale. L'indicatore che viene usato di solito per il calcolo della redditività normale attesa è il ROE (Return on Equity) medio del settore di appartenenza dell'azienda. La differenza positiva tra il reddito atteso dell'azienda e la redditività media del settore restituisce la capacità dell'azienda di sovraperformare la media del settore e quindi di generare *goodwill*, in caso di differenza negativa anche l'avviamento dovrà essere considerato negativo.

Anche in questo caso l'avviamento deve essere attualizzato ad un opportuno tasso di attualizzazione che può essere stimato con la metodologia del CAPM oppure del WACC. Per uniformità di ragionamento si stima il tasso di attualizzazione uguale al tasso di attualizzazione utilizzato per la valutazione con il metodo reddituale.

Tradotto in formule l'avviamento può essere sintetizzato nel modo seguente.

$$A = \frac{R - (PN_r \cdot i)}{k}$$

dove:

- R = reddito medio normale atteso dell'azienda
- PN_r = Patrimonio netto rettificato
- $PN_r \cdot i$ = redditività normale di chi apporta capitale
- i = tasso di remunerazione "normale" del capitale ovvero il ROE di settore
- k = tasso di attualizzazione del sovrareddito stimato con il metodo CAPM

La costruzione del metodo è quindi caratterizzata dalla rettifica del Patrimonio Netto aziendale.

Immobilizzazioni.

I criteri che si è ritenuto di utilizzare per predisporre la rettifica del Patrimonio aziendale sono quelli relativi ai valori contabili e, per la sola categoria degli automezzi e i mezzi di trasporto, dei valori presumibili dal mercato. Valori che sono stati forniti dalla struttura aziendale previa autorizzazione del curatore.

L'avviamento è stato interamente stralciato dal ricalcolo del valore del patrimonio in quanto è oggetto di stima autonoma.

Attivo Circolante.

Per quanto riguarda la voce Crediti esigibili entro e oltre l'esercizio successivo per l'anno 2024 è stata fornita una situazione contabile di dettaglio con un'elencazione puntuale dei crediti per singolo cliente. Emerge una parcellizzazione molto consistente dei crediti e non si hanno evidenze dei crediti particolari

eventualmente incagliati o a sofferenza.

Il valore dei crediti verso clienti pari ad € 1.820.568,07 viene decurtato a monte del valore del fondo svalutazione crediti pari ad € 28.349,40.

I dati dell'osservatorio ABI riguardanti le sofferenze indicano che il tasso di deterioramento dei crediti commerciali per le imprese delle isole è pari al 4,5%. Si applica una svalutazione generica di tale percentuale sul monte totale dei crediti.

I crediti già decurtati del fondo svalutazione crediti ammontano ad € 1.792.218,67. L'ammontare della svalutazione è pari ad € 80.649,84. Il valore dei crediti commerciali è quindi pari ad € 1.711.568,83

Nell'attivo circolante è compresa anche la voce crediti verso altri contenente soprattutto i crediti che la società vanta nei confronti dei soci per un totale di € 247.912,97 e i crediti rilevati per acconti versati a fornitori per circa € 154.266,52. Il totale della voce, che è pari ad € 582.680,34 è comprensiva anche di crediti fiscali relativi a bonus per la transizione 4.0 e per il credito per le imprese del mezzogiorno. Si ritiene che la voce possa essere mantenuta al valore di bilancio senza provvedere ad operare rettifiche ad eccezione dei crediti che la società vanta nei confronti dei soci al momento entrambi falliti che si stralciano integralmente per prudenza. Il totale rettificato della voce è pari quindi ad € 334.767,37.

La voce altri valori attivi contabilizzata per un importo totale di € 378.260,66 contiene poste riguardanti interessi attivi da liquidare e i risconti. Si ritiene di non modificare la posta in oggetto.

La voce altri debiti è iscritta in contabilità, in dare tra l'attivo patrimoniale, per un importo totale di € 153.954,12. Contiene alcuni crediti verso il personale e verso gli amministratori che si ritiene di non dover modificare. L'importo di queste voci è pari ad € 3.954,12. Il residuo importo di € 150.000,00 riferito al credito IVA acquistato dalla Top Servizi srl e rivelatosi poi inesistente in sede concordataria viene integralmente stralciato dalla contabilità. Il totale per la voce considerata è quindi pari ad € 3.954,12.

La voce crediti verso clienti terzi che ha un saldo pari ad € 47.812,00 contiene valori riguardanti le fatture da emettere ed il portafoglio di ricevute bancarie ancora da incassare. Il valore in questa sede non viene modificato e riportato integralmente.

La voce crediti verso società di gruppo iscritta per € 118.832,99 viene stralciata, per prudenza, integralmente in quanto riguarda in misura preponderante la società in nome collettivo fallita e per € 1.156,61 altri crediti verso società collegate non meglio precisate.

La voce disponibilità liquide viene valutata al valore nominale e quindi alla data di riferimento del 31/12/2024.

Passivo.

I fondi di ammortamento non vengono indicati perché le valutazioni delle immobilizzazioni alle quali i

fondi sono riferiti sono già state effettuate al netto degli stessi.

Il trattamento di fine rapporto viene inserito al valore nominale e alla data di riferimento della situazione contabile.

I debiti relativi ai finanziamenti vengono considerati al valore nominale pari ad € 1.437.658,56.

La voce Debiti collegati a partecipazioni ha saldo passivo pari ad € 175.833,86 e, come per le poste riguardanti i crediti viene integralmente stralciata, pertanto il valore del conto viene azzerato.

Debiti verso fornitori. Non avendo esaminato le schede contabili relativi alle poste debitorie verso i fornitori non si può procedere ad una disamina di eventuali debiti prescritti. Pertanto, vengono inseriti al valore nominale scaturente dalla situazione contabile al 31/12/2024 ad eccezione del debito verso G [REDACTED] che viene integralmente stralciato. Il valore dei debiti verso fornitori è pari ad € 273.687,15.

Crediti verso altri. Debiti Commerciali. Le due voci che sono contabilizzate in avere per un importo, rispettivamente, di € 951,06 (relativi a saldi di imposta sostitutiva) e di € 211.036,37 (riferite soprattutto a documenti da ricevere), vengono contabilizzate al valore nominale.

La posta di bilancio riguardante gli altri debiti contiene i debiti maturati dall'impresa verso l'erario e gli istituti di previdenza nonché i debiti a breve termine verso gli istituti di credito riguardanti le carte. Sono contenute in questa voce anche le rateizzazioni verso l'agente della riscossione.

La voce viene valutata al valore nominale e porta un totale di € 1.139.031,92.

Il conto altri valori passivi mostra il saldo relativo ai risconti passivi pluriennali relativi ai crediti d'imposta maturati sul credito 4.0 e sui crediti relativi al mezzogiorno. La voce totale è pari ad € 229.327,79 e viene inserita al valore nominale.

Il fondo svalutazione crediti, come evidenziato in precedenza, viene portato in diminuzione diretta dei crediti verso clienti. L'importo è pari ad € 28.349,40.

Nella tabella che segue si evidenziano i valori di stima del patrimonio netto rettificato della società oggetto di valutazione la "Mesina Company s.r.l.s."

Mesina Company SRL
Rettifica del Patrimonio Netto

Attivo		Passivo	
Descrizione	Valore di Stima	Descrizione	Valore di Stima
Costi di impianto e d'ampliamento	1.242,20 €		
Manutenzione Beni di terzi	12.489,59 €	Trattamento di fine rapporto	198.185,25 €
Software	2.935,09 €	Debiti vari di finanziamento	1.437.658,56 €
Terreni	388.022,28 €	Debiti collegati a partecipazioni	- €
Costruzioni leggere	4.350,00 €	Debiti verso fornitori	273.687,15 €
Impianti e mezzi di sollevamento	242.650,00 €	Crediti verso altri	951,06 €
Macchinari specifici	9.847,30 €	Altri debiti	1.139.031,92 €
Attrezzatura varia e minuta	16.699,91 €	Altri valori passivi	229.327,79 €
Macchine d'ufficio elettroniche	6.278,07 €		
Mobili e arredi	934,72 €		
Beni strumentali inferiori € 516,46	- €		
Autovetture	13.100,00 €		
Autoveicoli da trasporto	32.100,00 €		
Crediti verso clienti	1.711.568,83 €		
Crediti verso altri	334.767,37 €		
Altri valori attivi	378.260,66 €		
Altri debiti	3.954,12 €		
Crediti verso clienti terzi	47.812,00 €		
Crediti verso società del gruppo	- €		
Disponibilità liquide	424.112,81 €		
Totale Attivo	3.631.124,95 €	Totale Passivo	3.278.841,73 €

Patrimonio Stimato 352.283,22 €

Il patrimonio netto rettificato è quindi pari ad € 352.283,22.

Una volta evidenziato tale valore si procede a calcolare la stima autonoma dell'avviamento.

11. Stima autonoma dell'avviamento.

Come detto nei paragrafi precedenti la stima autonoma dell'avviamento è frutto della differenza tra il reddito medio atteso (verrà utilizzato per il calcolo quello ottenuto in sede di valutazione con il metodo economico) e la redditività normale di chi apporta capitale (che verrà ottenuto moltiplicando il ROE medio di settore per il patrimonio netto rettificato). La differenza verrà attualizzata, come se si trattasse di una rendita perpetua, al tasso k (verrà utilizzato il tasso ottenuto nell'ambito della valutazione economica quindi il 15,10%).

Il ROE del settore considerato è pari al 18,10%. Il dato è stato reperito dallo studio effettuato, sui bilanci del settore di riferimento (settore costruzioni), per gli anni 2022-2023, dalla Fondazione Nazionale

Dottori Commercialisti. Il settore di riferimento è stato ricavato incrociando i dati del bilancio con i dati della nota metodologica dello studio. Il valore ricavato è quello relativo all'indice per le imprese che rientrano nello scaglione di fatturato che parte da 100.000 e arriva a 5.000.000 di euro. Lo studio è stato pubblicato nel marzo del 2025 ed è l'ultimo disponibile a riguardo del settore di riferimento.

In formule quindi il valore è il seguente:

$$A = \frac{R - (PN_r \cdot i)}{k}$$

Calcolato con i valori sopra indicati

$$A = \frac{€ 93.698,38 - (€ 352.283,22 \cdot 0.181)}{0.1510}$$

Il totale dell'avviamento è pari ad € 198.199,74.

12. Valore dell'azienda con metodo patrimoniale e stima autonoma dell'avviamento.

Il valore aziendale con il metodo patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento è quindi pari ad € 550.482,96 come da tabella che segue.

Stima autonoma dell'avviamento	
Reddito medio normalizzato	93.698,38 €
Patrimonio netto rettificato	352.283,22 €
ROE di settore per classe di fatturato	18,10%
Tasso di valutazione del capitale economico	15,10%
Valore avviamento	198.199,74 €
Valore azienda con metodo misto	550.482,96 €

13. Valori finali ottenuti.

I valori finali dell'azienda che sono stati ottenuti attraverso i due metodi di valutazione sono i seguenti:

- Valutazione con il criterio reddituale € 620.519,09;
- Valutazione con il criterio patrimoniale misto € 550.482,96

Si lascia agli organi della procedura la scelta del criterio di valutazione ritenuto maggiormente idoneo.

La sottoscritta ritiene di aver adempiuto il compito affidatole e rimane a disposizione per ogni chiarimento o integrazione che dovesse rendersi necessaria.

Sassari, 13 febbraio 2026

Francesca Testa