TRIBUNALE DI PERUGIA

Sezione Fallimentare

Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019

****

RELAZIONE DI STIMA

PER LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA AFFERENTE AL

PUNTO VENDITA DI SAN FELICIANO

DI PROPRIETÀ DELLA **BUSSOLINI DISTRIBUZIONE S.R.L.**

con sede in Magione, Loc. Montebuono, 17

Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019

G.D.: Dott. ssa Teresa Giardino

Liquidatore: Dott.ssa Daniela Brusco

****

A cura del perito Dott.ssa Marta Mari
Dottore Commercialista - Revisore Contabile

INDICE
RELAZIONE DI STIMA

1.	Oggetto e finalità dell'incarico	3
2.	Collocazione temporale della perizia ed elenco della documentazione esaminata	4
3.	Oggetto di valutazione	5
4.	Precisazioni metodologiche	6
5.	Considerazioni generali sui metodi di valutazione di azienda	12
6.	La scelta del metodo da applicare al caso specifico	18
7.	Valutazione del ramo di azienda	19
8.	Conclusioni	33
	Elenco allegati	34

1. OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO

La dott.ssa Daniela Brusco, liquidatore della Bussolini Distribuzione s.r.l. con sede in Magione, Loc. Montebuono, 17, di cui al Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019 del Tribunale di Perugia, in data 15/06/2021 comunicava alla sottoscritta, dott.ssa Marta Mari, dottore commercialista e revisore contabile in Perugia, la nomina quale stimatore, ai sensi dell'art. 87 L.f., dei quattro rami di azienda della società e in pari data, mediante lettera di accettazione veniva formalizzato detto incarico con formulazione del seguente quesito: "*Si proceda alla stima delle* ***quattro aziende di proprietà della società*** *attualmente oggetto dei seguenti contratti di affitto di azienda (…)*

Dalla valutazione sono espressamente escluse la passività, ex quarto comma dell'art. 105 L.f., nonché i crediti e le partecipazioni, atteso che nel caso di trasferimento di un'azienda in concordato preventivo vengono interessate le sole poste attive e che alcune di esse, partecipazioni e crediti, possono, come nel caso che ci occupa, essere volontariamente escluse.

In adempimento dell'incarico conferito, a seguito dei colloqui intercorsi con il liquidatore, esaminata attentamente la documentazione contabile e societaria richiesta e messa a disposizione, le perizie di stima dei beni immobili e dei beni mobili, effettuati i dovuti riscontri, contabili e fisici, il sottoscritto CTU con la presente relazione espone i risultati cui è pervenuto.

2. COLLOCAZIONE TEMPORALE DELLA PERIZIA ED ELENCO DELLA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Gli aspetti di seguito esaminati, la valutazione condotta, le analisi effettuate ed i risultati a cui la scrivente è giunta, sono stati realizzati sulla base delle informazioni e della documentazione richiesta e fornita dalla curatela Dott.ssa Daniela Brusco ed aggiornata fino alla data del 31/08/2021, nonché sulla base delle risultanze delle seguenti operazioni peritali sui beni aziendali effettuate dai diversi CTU coinvolti:

- Relazione di stima di beni mobili e immobili a cura dell'ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*).

Tutto quanto sopra detto, la presente perizia è da ritenersi aggiornata alla data del 31/12/2021. Si è atteso, infatti, di ricevere i conti economici relativi al 31.12.2021 per poter avere almeno i dati riferiti a due esercizi interi, per le considerazioni che si esprimeranno successivamente.

In ordine allo svolgimento del lavoro peritale, il sottoscritto perito stimatore ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione:

1. Contratto d'affitto d'azienda del 17/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per il punto vendita di San Feliciano;
2. Contratto locazione di immobile del 23/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per l'immobile di San Feliciano;
3. Relazione Tecnica di Stima Beni Mobili e Immobili dell'ing. Sergio Falchetti
4. Sentenza di Omologa del Concordato Preventivo n. 17/2019;
5. Bilanci di verifica al 31/12/2019 e al 31/12/2020 di Trasimeno alimenti e bevande di Sediani Daniela
6. Situazione contabile provvisoria aggiornata al 31/12/2021 di Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela;

3. OGGETTO DI VALUTAZIONE

Oggetto della presente valutazione è l'azienda di proprietà della Bussolini Distribuzione S.r.l. oggetto del seguente contratto:

"*Contratto di affitto di ramo d'azienda con la ditta Trasimeno Alimenti E Bevande avente ad oggetto il c.d. Cash And Carry Di Montebuono, Comune Di Magione; trattasi di contratto di durata pari a sei anni scadente il 27.10.2025. Nel caso di specie il canone annuo di affitto è determinato euro 4.800,00 (quattromilaottocento virgola zero zero) oltre IVA suscettibile di variazione a partire dal terzo anno.*

Ovvero quella afferente al **Punto vendita di San Feliciano**, in cui è presente un supermercato.

4. PRECISAZIONI METODOLOGICHE

Al fine di esprimere una valutazione sui rami di azienda oggetto della presente perizia, nonché scegliere il metodo di stima più adatto al caso specifico, è necessario assumere come punto di riferimento la situazione e gli andamenti recenti della società, con riferimento alle caratteristiche generali ed alle modalità di svolgimento dell'attività, e tenendo conto di vari fattori quali:

- il settore di riferimento;
- la capacità dell'azienda di produrre reddito nel futuro.

Il settore di attività dei quattro rami di azienda è la Grande Distribuzione Organizzata (GDO), ovvero il commercio al minuto di generi alimentari vari, ortofrutticoli, prodotti tessili, compresi quelli dell'arredamento della casa, mobili, articoli casalinghi, elettrodomestici, apparecchi radio televisivi e per la registrazione sonora e visiva, materiale accessorio, materiale elettrico, articoli sportivi, combustibili, giocattoli, oggetti d'arte e decorazione, accessori di abbigliamento, biancheria intima, mercerie, articoli per la pulizia della casa e l'igiene della persona.

La vendita di detti prodotti è principalmente B2C, ovvero rivolta al consumatore finale.

Appare interessante andare ad approfondire come il settore di attività è solitamente organizzato e i dati di performance del settore.

La Grande Distribuzione Organizzata (GDO) è il moderno sistema di vendita al dettaglio di prodotti di vario genere a libero servizio. Questo termine viene comunemente utilizzato per indicare un insieme di punti vendita organizzati su grandi superfici che fanno parte di un'organizzazione a livello più alto che li gestisce attraverso le proprie insegne commerciali.

La GDO si compone di:

- GD: Grande Distribuzione;

- DO: Distribuzione Organizzata.

La **GD (Grande Distribuzione)** è costituita da aziende che riuniscono sotto la propria insegna un certo numero di punti vendita, solitamente su superfici di vendita medio – grandi. Esempi di operatori della GD sono: Lidl, Carrefour, Esselunga, Auchan, Eurospin.

La **DO (Distribuzione Organizzata)** vede l'aggregazione di piccoli soggetti (punti vendita indipendenti l'uno dall'altro), che si associano per aumentare il loro potere contrattuale creando dei consorzi o gruppi d'acquisto. Questi soggetti indipendenti tra di loro agiscono sotto un'unica insegna e vengono coordinati da una sede centrale. Esempi di operatori della DO sono: Conad, Sigma, Sisa, Despar.

Nella Grande Distribuzione Organizzata coesistono differenti realtà:

- Punti vendita gestiti direttamente dalle Catene della Grande Distribuzione
- Punti Vendita affiliati
- Punti vendita indipendenti.

In base alla dimensione del punto vendita, si ha la seguente classificazione:

- *Iperstore o mini-iper:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 2.500 m² ai 4000 m²;
- *Superstore:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 1.500 m² ai 3.500 m²;
- *Supermercato di prossimità:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 500 agli 800 m²;
- *Superette:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 200 m² ai 400 m²;

Per quanto riguarda i dati di settore è interessante andare a leggere la nuova edizione dell'Osservatorio sulla GDO italiana e internazionale a prevalenza alimentare pubblicato dall'Area Studi Mediobanca il 9 marzo 2021, che aggrega i dati economici e finanziari di 117 aziende nazionali e 27 maggiori player internazionali per il periodo 2015-2019. Per l'Italia la copertura è stimata pari al 93% del mercato.

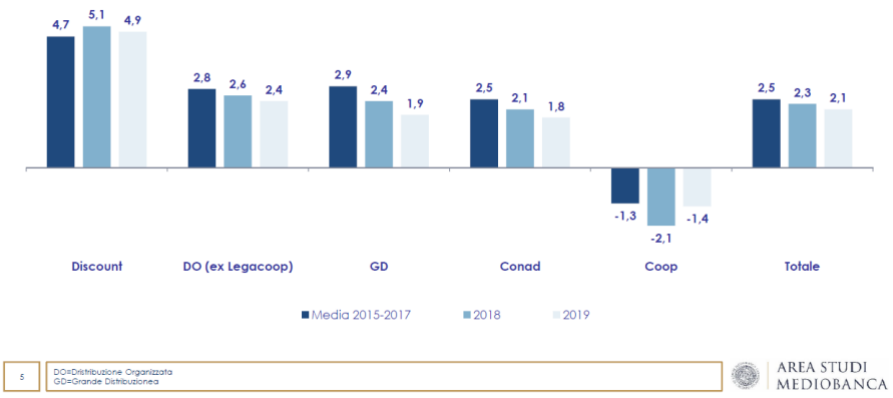
Secondo tale studio la GDO dovrebbe aver chiuso il 2020 con una crescita del 5%, di cui l'1% dovuto all'esplosione del canale on-line. L'incremento di fatturato è stato molto marcato rispetto al 2019 per: discount (+8,7%), **supermercati (+6,8%)** e drugstore (gli specializzati, +6,6%), continuano invece a soffrire le grandi superfici (oltre i 2.500 mq). Nel 2021 si stima una crescita del 1,6%, cumulando in 24 mesi una performance positiva del 3,3 per cento.

Nel 2019 il *Roi (Return on Investment)*[1] medio del settore si è assestato al 4,9% rispetto al 5,6% del 2015-2017, ma i valori sono molto differenti da un canale all'altro. Il *discount* registra un Roi medio del 16,6%, la **distribuzione organizzata del 7,8%**, la grande distribuzione del 4%.

Andamenti quasi analoghi per l'*EBIT*[2]: complessivamente il comparto cala dal 2,5% del 2015-2017 al 2,1% del 2019, **la distribuzione organizzata scende dal 2,8 al 2,4%,** la grande distribuzione dal 2,9 all'1,9%. In controtendenza il discount, che cresce dal 4,7 al 4,9%.

Per quanto riguarda *l'EBIT Margin*[3] la dinamica è similare: flette dal 2,5% del 2015-2017 al 2,1 del 2019. I discount sono, però, in lieve crescita, dal 4,7 al 4,9, **la Do** in calo, dal 2,8 **al 2,4**, ma meno della Gd, che passa da 2,9 all' 1,9 per cento.

Figura 1 - Ebit Margin per tipologia di Retailer



Fonte: "Osservatorio Mediobanca sulla GDO a prevalenza alimentare" – Area Studi Medio Banca – 9 marzo 2021

[1] Il ROI (Return On Investment) viene definito come il tasso di rendimento sul totale degli investimenti (investment) di un'impresa. È uno degli indici di bilancio di più frequente utilizzo nell'analisi di redditività aziendale. Si ottiene facendo il rapporto fra il risultato operativo e il totale del capitale investito operativo netto.
[2] L'EBIT è l'utile operativo prima di oneri finanziari e imposte
[3] L'EBIT Margin indica la percentuale di redditività delle vendite ed è determinato dal rapporto tra l'EBIT e i Ricavi operativi

Il **ROE** *(Return on Equity)*[4] è un altro indice di bilancio molto importante e che ci sarà utile nelle valutazioni che seguiranno. Il ROE medio della grande distribuzione alimentare nel 2019 è stato pari al 3,7%, mentre nel 2020 è stato pari al 4,3%, come può essere verificato nella tabella che segue estratta dall'"Annuario Coop-Conad 2020" pubblicato da GDO News.

Figura 2 - Aggregati di bilancio grande distribuzione alimentare

	Media 2011-2013	Media 2014-2016	Media 2017-2019	2019	2020
FATTURATO NETTO (mln euro)	44.246.358	47.025.560	51.077.971	52.563.455	55.638.807
FATTURATO NETTO (%)	100%	100%	100%	100%	100%
Costo del venduto e servizi	-85,5%	84,9%	85,0%	85,1%	85,2%
VALORE AGGIUNTO	14,5%	15,1%	15,0%	14,9%	14,8%
Costo del lavoro	-9,8%	-10,1%	-10,3%	-10,2%	-9,7%
MARGINE OPERATIVO LORDO	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	5,1%
Ammortamenti	-2,4%	-2,4%	-2,7%	-2,8%	-2,8%
MARGINE OPERATIVO NETTO	2,4%	2,5%	2,1%	1,9%	2,3%
Gestione finanziaria	0,4%	0,7%	0,4%	0,3%	0,1%
RISULTATO CORRENTE PRIMA DELLE IMPOSTE	2,8%	3,2%	2,5%	2,2%	2,4%
Componenti straordinarie	-0,7%	-0,7%	-0,4%	-0,2%	-0,4%
RISULTATO D'ESERCIZIO PRIMA DELLE IMPOSTE	2,1%	2,5%	2,1%	1,9%	2,0%
Imposte	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
RISULTATO D'ESERCIZIO	1,2%	1,6%	1,4%	1,3%	1,5%
Fatturato all'esportazione (%)	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Ros (Margine Operativo Netto/Fatturato Netto (%)	2,4%	2,5%	2,1%	1,9%	2,3%
Roe (Risultato d'esercizio/Capitale Netto) (%)	3,9%	4,7%	4,1%	3,7%	4,3%
Roi (Margine Operativo Netto/Totale Attivo) (%)	2,6%	2,8%	2,4%	2,2%	2,7%
Ebitda (Margine Operativo Lordo/Fatturato Netto) (%)	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	5,1%
Dilazione da Fornitori (360:(Acquisti:Fornitori)) (GG)	85	76	77	78	77
Dilazione a Clienti (360:(Fatturato Netto:Clienti)) (GG)	25	20	21	22	21

Fonte: Ufficio Studi Coop - Nomisma su dati Ufficio Studi Mediobanca

Il ROE sopra riportato è una media riveniente da quello ottenuto dalla Grande Distribuzione organizzata, dalla Distribuzione Organizzata e dai Discount, che è differente da quello medio della Distribuzione Organizzata operante nel Centro Italia.

Considerando che per quanto vedremo nel proseguo abbiamo bisogno di conoscere il ROE medio di settore il più vicino possibile a quello che possono ottenere i tre rami di azienda aventi come oggetto un supermercato, per avere questo dato possiamo partire dalla tabella estrapolata sempre nell'annuario Coop-Conad 2020 edito da GDO news, che riporta un ROE medio del 2018 di Coop e Conad pari a **3,6%.**

[4] Il ROE (Return on Equity) è un indice di bilancio che esprime la redditività del capitolo proprio, ovvero è una misura sintetica del profitto ottenuto dagli azionisti di un'impresa. Si ottiene dividendo l'utile netto per il capitolo proprio.

Figura 3 - Dati Coop e Conad 2018

Coop & Conad dati 2018	Profit Margin x	Rotazione Attivo x	Leva finanziaria	= ROE
Conad Adriatico	2,4%	2,1x	2,0x	**10,1%**
Conad del Tirreno	2,0%	2,0x	2,1x	**8,5%**
Nordi Conad	2,6%	1,7x	1,7x	**8,0%**
Conad Centro Nord*	2,2%	1,4x	2,4x	**7,2%**
DAO	0,9%	2,8x	2,5x	**6,2%**
Commercianti Indipendenti Associati	3,0%	1,2x	1,3x	**4,9%**
PAC 2000 A	1,3%	2,1x	1,8x	**4,9%**
Conad Sicilia	0,3%	2,7x	4,5x	**3,6%**
Coop Centro Italia	0,9%	0,7x	5,0x	**2,9%**
UniCoop Firenze	0,8%	0,7x	2,2x	**1,2%**
Nova Coop	*0,9%*	*0,5x*	*2,7x*	***1,2%***
Coop Lombardia	0,6%	0,5x	3,5x	**1,2%**
Coop Liguria	1,0%	0,5x	2,3x	**1,1%**
UniCoop Tirreno*	-1,9%	0,6x	7,8x	**-9,3%**
Coop Alleanza 3.0	-7,7%	0,5x	3,8x	**-13,9%**
Mediana	**0,9%**	**1,2x**	**2,4x**	**3,6%**

** Calcolato sul capitale effettivamente versato*

Fonte: Annuario Coop- Conad 2020

In merito alla capacità del ramo di azienda di produrre redditività, non avendo la Bussolini Distribuzione S.r.l. fornito, seppur richiesti, i dati disaggregati per ramo di azienda fino al 2019, anno in cui sono stati concessi in affitto, l'analisi verrà basata unicamente sulle annualità 2019 (dal 01.12) – 2020 - 2021 (con dati di bilancio provvisori), per le quali le società affittanti hanno fornito i dati.

La Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela, che gestisce i punti vendita di San Feliciano e il Cash& Carry registra un EBIT negativo. Purtroppo, la ditta non è stata in grado di fornire i risultati di esercizio disaggregati tra i due punti vendita, per cui non è possibile capire se entrambi i punti vendita hanno risultati negativi o solo il Cash & Carry.

Presentato il quadro generale entro cui trova sviluppo l'attività del ramo di azienda, si procede all'identificazione degli elementi patrimoniali suscettibili di valorizzazione successiva.

Gli elementi oggetto della valutazione sono così identificabili:

- beni immobili, di cui alla relazione tecnica di stima del 27/10/2020 a cura dell'Ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*);
- beni mobili, di cui alla relazione tecnica di stima del 27/10/2020 a cura dell'Ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*);
- beni immateriali: l'avviamento.

Nessun altro valore attivo o passivo diverso da quelli sopra indicati sarà oggetto della presente valutazione.

Per maggiore chiarezza espositiva, dopo una prima parte generale relativa alla presentazione delle più diffuse metodologie di stima con riferimento alle aziende industriali e commerciali e la spiegazione in merito al criterio di valutazione scelto, si procederà alla presentazione, all'analisi e alla successiva stima di un ramo di azienda alla volta.

5. CONSIDERAZIONI GENERALI SUI METODI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA

La valutazione del "capitale economico" di un'azienda si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare reddito. Chi acquisisce un'azienda, infatti, riceve in primo luogo la disponibilità di un patrimonio, che deve essere apprezzato in quanto aggregato statico di elementi aventi ciascuno un valore economico. Allo stesso tempo, tuttavia, l'acquirente entra in possesso di un sistema aziendale in funzionamento, dotato di una più o meno spiccata capacità di creazione di nuova ricchezza che può essere all'origine di un pregio economico addizionale.

La dimensione patrimoniale e la dimensione reddituale della stima tendono ad allinearsi sugli stessi valori quando l'azienda offre una redditività "normale", cioè appena sufficiente alla remunerazione "equa" dei mezzi propri investiti nell'azienda (espressi dal valore patrimoniale), tenendo conto del grado di rischio che essa presenta per l'investitore.

Se, invece, la capacità di reddito è inferiore a quella "equa", è evidente che nessun operatore sarà disposto a riconoscere per l'acquisizione dell'azienda un prezzo pari al valore patrimoniale, poiché un simile investimento non sarebbe adeguatamente remunerato.

In presenza di una redditività superiore al normale, al contrario, l'investitore sarà senz'altro disposto a corrispondere, per un ipotetico acquisto dell'azienda, un prezzo più elevato rispetto a quello del mero contenuto patrimoniale.

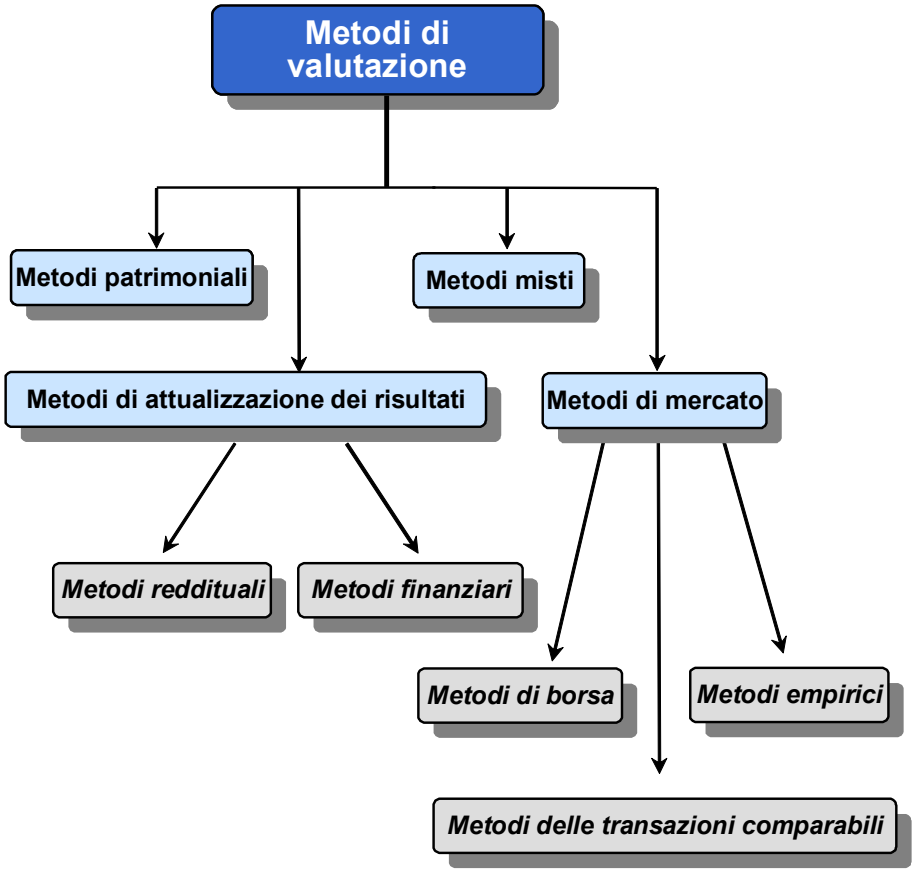
In quest'ultima ipotesi si parla di valore di avviamento (*goodwill*). Nella ipotesi precedente si è in presenza, invece, di un avviamento negativo (*badwill*).

Le più diffuse metodologie di valutazione utilizzate dalla prassi con riferimento alle aziende industriali e commerciali sono:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo di attualizzazione dei risultati;
- il metodo misto patrimoniale-reddituale;

- il confronto con le transazioni di mercato o con altri indicatori empirici.

I metodi indicati sono sintetizzati nella figura ed illustrati nelle pagine che seguono.



I metodi patrimoniali

Le stime di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili (patrimonio netto rettificato).

Tali valori correnti sono costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Le condizioni di produzione da cui dipende il successo aziendale si identificano tuttavia anche con una serie di beni immateriali legati al marketing o alla tecnologia (quali brevetti, know how, marchi ecc.), che in caso di generazione interna non sono iscritti in bilancio o lo sono in misura pari ai soli costi sostenuti (che non sono espressivi del valore economico dei beni stessi). Poiché si tratta di beni giuridicamente trasferibili ed aventi un valore specifico per la loro capacità reddituale, la dottrina e la prassi professionale più evolute propendono per l'inclusione di tali beni nelle stime patrimoniali, così da tenere conto, anche se in via indiretta, delle prospettive economiche dell'azienda.

A seconda che questi fattori siano o meno considerati nelle stime, si distinguono pertanto:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono nell'attivo solo i beni materiali ed i beni immateriali iscritti in bilancio;
- i metodi patrimoniali complessi, che includono l'apprezzamento dei beni immateriali non iscritti in bilancio.

I metodi reddituali

I metodi reddituali fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, insieme ai metodi finanziari. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda (come quello di un bene in generale) sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I metodi reddituali, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio. E' tuttavia possibile applicare tale metodo attualizzando al costo medio ponderato del capitale i redditi operativi al netto delle imposte. Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

I metodi finanziari

Anche i metodi finanziari fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, come i metodi reddituali.

I metodi finanziari, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa disponibili l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per gli azionisti, ovvero al costo medio ponderato del capitale, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito. Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui esiste una forte discrepanza tra redditi e flussi di cassa (ad esempio perché l'azienda sostiene forti investimenti nello sviluppo dimensionale e tecnologico o vive una forte fase di espansione dei fatturati e del capitale circolante).

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

I metodi di mercato

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato.

I metodi di mercato sono così classificabili:

- metodi di borsa;
- metodi delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

I metodi di borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore derivato da quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Tali metodi possono essere utilizzati per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate (metodo delle società comparabili).

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore desunto dai prezzi fatti in transazioni recenti fuori dai mercati regolamentati, aventi per oggetto aziende similari.

I metodi empirici si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche, quali il fatturato, il reddito, il numero di unità produttive, etc..).

I metodi misti patrimoniali-reddituali

I metodi di valutazione misti si propongono di ottenere un risultato che tenga conto sia della dimensione reddituale che di quella patrimoniale.

Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore (costo di sostituzione) dei suoi elementi patrimoniali, sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali metodi determinano il valore di un'azienda come somma algebrica di due componenti:

- il valore patrimoniale, ottenuto dalla valutazione analitica di tutte le attività e di tutte le passività;
- l'avviamento, ottenuto come somma algebrica dei valori attuali delle differenze tra i redditi attesi ed il livello di reddito ritenuto equo, rispetto all'investimento effettuato nell'azienda (cioè al livello di reddito che garantisce una remunerazione soddisfacente a tale investimento); tale differenza è chiamata sovra reddito, se positiva, o sotto reddito, se negativa.

Il presupposto del metodo è che un'azienda abbia un valore pari al capitale in essa investito, se produce redditi pari a quelli "equi" per l'investitore; abbia invece un valore superiore (o inferiore) se i redditi prodotti sono superiori (o inferiori) a quelli "equi".

Fra i metodi misti, merita particolare attenzione il metodo della stima autonoma del valore di avviamento. Tale metodo prevede la stima del valore patrimoniale dell'azienda, al quale si somma algebricamente il valore di avviamento (positivo o negativo), determinato attualizzando su un certo orizzonte temporale, ad un tasso appropriato, l'eccesso di redditi (oppure la carenza di redditi) rispetto al valore normale (o equo).

Il valore patrimoniale è pertanto corretto con un elemento espressivo della maggiore o minore capacità di reddito dell'azienda rispetto alle attese medie degli investitori per impieghi di rischio analogo.

Il metodo di cui si discute è frequentemente applicato nelle stime del capitale economico delle imprese industriali, commerciali e di servizi, in quanto consente di pervenire ad una valutazione verificabile, dimostrabile e dotata di un buon grado di obiettività, poiché una parte del valore è rappresentata dalle consistenze patrimoniali effettive, mentre l'effetto della correzione reddituale relativa ai redditi attesi è limitato ad un orizzonte temporale entro il quale le ipotesi alla base delle proiezioni di risultato siano da considerarsi attendibili.

Nel caso di redditività scarsa, peraltro, tale metodo consente una valutazione controllata degli elementi patrimoniali (e delle eventuali plusvalenze ad essi riferibili), sino al livello giustificato dai benefici economici che essi consentono di conseguire.

In altre parole, se le prospettive reddituali non giustificano la completa accettazione del valore dei singoli elementi patrimoniali, la stima di questi ultimi deve essere ridimensionata sino al raggiungimento di una piena compatibilità. Al contrario, quando i risultati prospettici sono in grado di remunerare in maniera più che soddisfacente il valore patrimoniale, il complesso aziendale sarà caratterizzato da un valore più elevato di quello dei singoli elementi patrimoniali.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è un criterio molto diffuso per la valutazione delle PMI.

6. LA SCELTA DEL METODO DA APPLICARE AL CASO SPECIFICO

La scelta dei criteri di valutazione dipende dal fine per cui la stima è formulata. In generale, la selezione delle metodologie avviene in base alla loro capacità di espressione della misura del capitale economico secondo i criteri delle razionalità, dimostrabilità, obiettività, stabilità e generalità che tendenzialmente dovrebbero presiedere alla scelta di qualsiasi formula di valutazione anche se in pratica non si presentano agevolmente realizzabili, soprattutto contemporaneamente.

Premesso quanto precedentemente esposto in relazione alle diverse metodologie di stima applicabili, la sottoscritta ha ritenuto di utilizzare nel caso specifico una valutazione basata sul **metodo misto patrimoniale-reddituale**, in quanto tutti e quattro i rami di azienda sono concessi in affitto, sinonimo della presenza di un valore di avviamento. In particolare, si procederà ad applicare il metodo della stima autonoma del valore dell'avviamento, che prevede la stima del valore patrimoniale dell'azienda, al quale si somma algebricamente il valore di avviamento (positivo o negativo), determinato attualizzando su un certo orizzonte temporale, ad un tasso appropriato, l'eccesso di redditi (oppure la carenza di redditi) rispetto al valore normale (o equo).

Tale metodo rappresenta un buono strumento di sintesi, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati.

La formula per il calcolo è la seguente:

$$W = K' + A$$

dove

K' = patrimonio netto rettificato

A = avviamento calcolato come segue:

$$A = (R - K'j)n\neg i$$

dove:

R è il reddito medio atteso;

K'j esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;

n¬i è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" per "n" anni.

7. VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA DI SAN FELICIANO



Il ramo di azienda afferente al punto vendita di San Feliciano è esercitato in Magione (PG), Fraz. San Feliciano, Piazza della Repubblica, 9 ed ha ad oggetto "*l'attività di supermercato con vendita al dettaglio di prodotti alimentari freschi, preparati, confezionati e conservati, di gastronomia, di macelleria, di salumeria, di pescheria, di frutta e verdura e di bevande in genere; di detersivi ed articoli per l'igiene della persona e della casa, di articoli di carta e plastica per uso domestico e non; di articoli scolastici ed articoli per la casa di ogni genere; di articoli elettrici ed elettronici, elettrodomestici, tv, articoli di telefonia, di articoli per il mare, campeggio, montagna ed articoli sportivi e per il tempo libero; di biancheria intima e per la casa, di abbigliamento uomo, donna e bambino; di prodotti per animali domestici, di ogni articolo vendibile in supermercati.*

Tale ramo di azienda è al momento concesso in affitto alla Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela con sede in Magione (PG), Fraz. San Feliciano, Piazza della Repubblica, 9 a mezzo del contratto di affitto di azienda (*allegato 2)* siglato in data 17 ottobre 2019 dinanzi al notaio Antonio Bertotto avente ad oggetto il ramo di azienda come sopra specificato e il patrimonio aziendale afferente, comprensivo di avviamento, beni mobili di cui all'allegato A del contratto, la licenza PGM07380S rilasciata in data 21 maggio 2013 dall'Agenzia delle Dogane di Perugia e dei Monopoli – Ufficio delle

Dogane di Perugia e tutte le ulteriori autorizzazioni, licenze e nulla osta rilasciati dalle competenti Autorità per l'esercizio dell'attività afferente al ramo d'azienda affittato.

Per il godimento dei locali e degli spazi nei quali è esercitata l'attività è stato invece siglato un autonomo contratto sempre tra le medesime società.

Il contratto di affitto di azienda ha la durata di sei anni, ovvero fino a 22 ottobre 2025 con tacito rinnovo di biennio in biennio. Le parti si sono accordate per un canone annuale di euro 4.800,00 per i primi due anni. Dal terzo anno a tale quota fissa, andrà aggiunto un importo variabile pari a 2,5% della somma che risulterà sottraendo euro 700.000,00 dall'importo del volume di affari ai fini iva, qualora il fatturato del ramo di azienda concesso in affitto dovesse superare la somma di euro 700.000,00.

Il contratto di locazione (*allegato 2)* dei locali e degli spazi nei quali è esercitata l'attività è stato siglato in data 23/10/2019 sempre tra la Bussolini Distribuzione s.r.l. e la Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela ed ha ad oggetto gli immobili distinti al catasto fabbricati del Comune di Magione (PG) al Foglio 41, particella 1255, sub. 29, categoria C/1 con rendita catastale Euro 966,31 e al Foglio 41, particella 1255, sub. 28, categoria C/2 con rendita catastale Euro 40,28.
La locazione ha durata sei anni con decorrenza dal 23/10/2019. Il canone di locazione è pari a euro 9.600,00 (novemilaseicento/00) oltre iva annui.

Il punto vendita

Il supermercato è situato nel paese di San Feliciano, piccola frazione di Magione, in una zona centrale, in cui coesistono anche altre realtà commerciali.



San Feliciano conta circa 600 abitanti (dati Istat, 2001) ed è situato su una riva del Lago Trasimeno. Non essendo un paese di passaggio, presumibilmente il punto vendita in analisi serve solamente gli abitanti del paese. Non risultano altri supermercati in zona.

San Feliciano ha una vocazione turistica, per cui nei mesi estivi sicuramente il numero dei potenziali clienti è maggiore rispetto a quello dei residenti.

Premesso che a. la spesa media mensile pro-capite è pari a Euro 136,80 (Fonte Istat), b. i clienti potenziali dell'area sono 600, c. nella zona vi è un solo supermercato, per cui si è ipotizzato che il punto vendita in analisi potrebbe riuscire ad attirare il 70% dei possibili clienti. In base a ciò si è **calcolato il fatturato potenziale del punto vendita, che risulterebbe essere pari a Euro 198.921.**

Clienti potenziali		420
Fatturato Potenziale PV		221.598
Corrispettivi settimanali		4.261
Fatturato Potenziale PV netto IVA		**198.921**

La società che attualmente ha in affitto il presente ramo di azienda ha fornito i seguenti dati:

Fatturato 2020:	€ 476.000
Fatturato gennaio-agosto 2021	€ 381.000
N. scontrini giornalieri medi nel 2020	176
N. scontrini giornalieri medi 01/01/21-31/08/21	140
N. dipendenti: 4	

Purtroppo, la Trasimeno alimenti e bevande, che conduce questo ramo di azienda in affitto non è stata in grado di fornire un conto economico del punto vendita, ma solamente aggregato con l'altro ramo di azienda che conduce in affitto.

Abbiamo visto in precedenza che per la stima del ramo di azienda si è scelto il metodo della stima autonoma del valore dell'avviamento, che prevede la stima del valore patrimoniale dell'azienda, al quale si somma algebricamente il valore di

avviamento (positivo o negativo), determinato attualizzando su un certo orizzonte temporale, ad un tasso appropriato, l'eccesso di redditi (oppure la carenza di redditi) rispetto al valore normale (o equo).

La formula per il calcolo è la seguente:

$$W=K'+A$$

dove

K' = patrimonio netto rettificato

A = avviamento

A.1 PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Nel caso in questione a cedere il ramo di azienda è una società in concordato preventivo, e in tali casi la normativa prevede che vengano cedute solo le attività e non le passività ad esso riferite; pertanto, il patrimonio netto rettificato sarà pari alla somma algebrica del valore dei beni immobili e dei beni mobili, come valutata dal perito stimatore, nominato all'uopo dal giudice delegato.

A.1.1 BENI IMMOBILI



Per la descrizione del bene immobili si fa riferimento a quanto è stato riportato nella perizia del 27/10/2020 redatta dall'ing. Falchetti.

L'immobile è costituito da un negozio che occupa una parte del piano terreno di una palazzina condominiale pluripiano, con negozi al piano terra ed abitazioni ai piani superiori. L'edificio si trova sulla piazza principale dell'abitato di San Feliciano, piccola frazione sul lago Trasimeno di Magione.

Il fabbricato gode di un parcheggio pubblico che lo separa dalla viabilità principale.

L'area circostante è urbanizzata e dotata di illuminazione stradale.

L'edificio, realizzato con struttura in conglomerato cementizio in opera, ha paramenti esterni intonacati e tinteggiati; la copertura è tradizionale con manto in cotto. Gli infissi dell'attività commerciale in alluminio dotatati di vetrocamera Internamente l'impiantistica è abbastanza completa sia per quanto attiene l'illuminazione che dal punto di vista della climatizzazione. Le altezze interne sono ovunque di 3,00 metri, ma non è presente un controsoffitto.

Le superfici dei locali sono di 143 mq.

Il negozio è identificato al Catasto Urbano del Comune di Magione al foglio n. 41, p.lla 1255 sub 29, rendita catastale 966,81.

L'immobile è stato valutato dall'ing. Falchetti in **Euro 150.000,00** (seicentomila/00).

A.1.2 BENI MOBILI

In base a quanto appreso dalla lettura della relazione di stima stilata dall'ing. Falchetti (*allegato* 1) il valore dei beni mobili afferenti a questo ramo di azienda è pari a **Euro 29.942,56** e sono meglio identificati nell'inventario che si allega (*allegato 3*).

Il patrimonio netto rettificato **K'** è pari alla somma del valore dei beni mobili e immobili come stimati dal perito stimatore:

Valore beni Immobili:	€	150.000
Valore beni Mobili:	€	29.943
K' (patrimonio netto rettificato)	**€**	**179.943**

A.2 VALORE AVVIAMENTO

L'Avviamento viene inteso come valore attuale del "surplus" dei redditi che il capitale investito nell'azienda è in grado di generare rispetto al reddito normale medio atteso (goodwill) dagli investitori in capitale di rischio nel settore di riferimento. Ricordiamo che l'avviamento può assumere anche un valore negativo (badwill) nell'ipotesi di generazione di "sottoredditi".

Il valore dell'avviamento viene calcolato attraverso la seguente formula:

$$A=(R-K'j)n\neg i$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;
R è il reddito medio atteso;
K'j esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;
n¬i è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" per "n" anni.

Il valore del patrimonio netto rettificato **K',** ovvero il valore minimale dell'impresa "così com'è", lo abbiamo visto sopra ed è pari **€ 179.943,** occorre quindi calcolare ora anche il contributo della dimensione reddituale, ovvero il risultato economico che un'impresa è in grado di produrre in normali condizioni di operatività: il **reddito medio atteso (R)**
Esso è definito anche come il reddito netto che un'impresa è in grado di conseguire stabilmente nel futuro, tenendo conto dei risultati conseguiti nel passato e delle strategie in corso di implementazione. Esso è misurato dal risultato operativo netto (EBIT), meno le imposte calcolate sulla base delle teoriche aliquote fiscali.

Purtroppo, come sottolineato anche in precedenza, la Trasimeno Alimenti e Bevande ha reso disponibili veramente pochi dati disaggregati. La ditta gestisce sia il punto vendita di San Feliciano che il Cash&Carry e non ha fornito un bilancio contabile ove fossero evidenziati costi e ricavi riferiti unicamente al punto vendita di San Feliciano. L'unico dato utile per la valutazione dell'avviamento che è a mia disposizione è il fatturato del 2020, che la signora Daniela Sediani ha comunicato essere stato pari a **Euro 475.930**.

Si procede, quindi, a calcolare il reddito medio atteso empiricamente prendendo come riferimento il fatturato del punto vendita nel 2020. Per quanto riguarda invece il valore dell'EBIT Margin da utilizzare, si è dapprima verificato l'EBIT Margin del punto vendita di Mugnano e di Mantignana, che poi è stato messo a confronto con quello medio del settore di riferimento, ovvero la distribuzione organizzata, che nel 2019 è stato pari al 2,4%.

	Mugnano	Mantignana	Medio di settore
Fatturato	542.158	1.535.534	
Ebit	15.714	52.848	
Ebit margin medio	**2,90%**	**3,44%**	**2,40%**
Media	2,91%		
Mediana	2,90%		

Considerando che la media e la mediana dei tre valori è molto simile, si è deciso di utilizzare per l'EBIT Margin il valore di **2,90%**

Fatturato	€	475.930
Ebit margin medio		2,9%
Ebit stimato	**€**	**13.802**

L'aliquota fiscale teorica, data dalla somma di IRES (in prospettiva 24%) e IRAP (4%), è pari al 28%. Si ha pertanto:

Margine operativo netto (EBIT):	€	13.802
Imposte teoriche (28%)	€	3.865
Reddito medio atteso (Nopat)	**€**	**9.937**

Il risultato operativo netto dopo le imposte, qualificato nella terminologia comune come "net operative profit after taxes (Nopat)", è pari a 9.937 e rappresenta il reddito medio atteso della società.

Tale risultato economico (R, reddito medio atteso) non viene però utilizzato come addendo a sé stante, ma è posto a confronto con la "redditività normale attesa" dell'impresa (K'j). Quindi, se:

R > K'j la redditività della società è superiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un avviamento. In questo caso, infatti, la società è in grado di esprimere un plusvalore in quanto è in grado di conseguire una remunerazione maggiore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento;

R < K'j la redditività della società è inferiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un "badwill", ovvero di un avviamento negativo. In questo caso la società presenta una remunerazione minore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento.

Andiamo, quindi, a calcolare la redditività normale attesa (K'j), la quale indica la remunerazione mediamente conseguita da coloro che apportano capitale proprio in un determinato settore. Possiamo misurare tale redditività facendo riferimento ad un indice di bilancio, il "Return on Equity" (ROE). Il ROE a cui occorre fare riferimento in questo caso non è quello della singola impresa, ma quello medio a livello di comparto, che per la distribuzione organizzata nel 2020 è stato pari a **3,6%**.

Ne consegue che la **redditività del capitale proprio** del ramo di azienda oggetto di valutazione è pari a:

Patrimonio netto rettificato	€	179.943
Roe medio di settore		3,6%
Redditività del capitale netto (K'j)	**€**	**6.478**

Dal momento che la redditività media attesa ammonta a 9.937 €, la società è in grado di far rendere il patrimonio apportato dai soci in misura maggiore di quella del settore. In altre parole, è in grado di esprimere un quid pluris, che genera un "sovrareddito", ovvero un valore positivo (goodwill).

Il valore del Sovrareddito viene calcolato come la differenza tra il Reddito Medio attesto (R) e la Redditività del capitale netto (K'j)

Sovrareddito = (R – K'j)

Reddito medio atteso (R)	€	9.937
Redditività del capitale netto (K'j)	€	6.478
Sovrareddito	**€**	**3.459**

Il sovra reddito è una qualità dell'impresa che non esaurisce la sua potenzialità in un solo esercizio, ma può mantenere la sua "spinta propulsiva" in più anni. Per questo motivo la formula richiede che tale valore sia valorizzato attraverso una formula della matematica finanziaria che prende il nome di "rendita limitata", nel cui tecnicismo non ci addentriamo. Essa prevede in sostanza che il sovra reddito (3.459 €) sia attualizzato a un tasso "i" calcolato con la formula del CAPM (Capital Asset Price Model) per un orizzonte temporale "n" per il quale si ritiene che tale plusvalore sia mantenuto (si ipotizzano 5 anni).

Il CAPM (Capital Asset Price Model) consente di porre in relazione all'interno della stessa formula il rischio di settore e il rischio specifico dell'impresa. E viene calcolato come segue:

$$CAPM = r + \beta\,(r_m - r)$$

dove:

r	è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
β	è il coefficiente di rischio specifico;
r_m	è il rendimento atteso del mercato;
$(r_m - r)$	è il premio per il rischio, detto anche "equity risk premium" (ERP).

Per il tasso di rendimento delle attività prive di rischio prenderemo a riferimento il rendimento dei BTP a 10 anni, che al 11.01.2022 è pari al 1.3%, come rilevato da Borsa Italiana *(allegato* 4).

Per β assumiamo il valore 1, in assenza di un'analisi sul settore di appartenenza.

Per r_m assumiamo il valore del ROE medio di settore del 2020, ovvero 3,6%.

CAPM = r + β $(r_m - r)$ = **3,6%**

Il sovra reddito attualizzato a un tasso del 3,6% per un orizzonte temporale "di 5 anni ci darà, pertanto il valore dell'avviamento

Avviamento = (R-K'j)n¬i = 15.576

Il valore dell'azienda con il metodo misto è dunque pari a:

W=K'+(R-K'j)n¬i = **179.943 + 15.576 = 195.519**

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 195.518, che si arrotondano **a Euro 195.000,** corrispondente al presumibile valore di realizzo sul mercato di tale ramo di azienda.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 22 ottobre 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Essi, inoltre, nulla prevedono in caso di accesso della società affittante ad una procedura concorsuale né in merito ad un'eventuale prelazione per l'affittuaria.

8. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto precede il sottoscritto perito, in esecuzione del mandato conferitogli e in virtù del metodo di valutazione adottato, attesta che il valore da attribuire al ramo di azienda afferente al punto vendita di Mantignana, come sopra individuato, è quello individuato come segue.

Fatte le doverose rettifiche ai dati messi a disposizione della sottoscritta, meglio esplicitate nel paragrafo dedicato, si è ottenuto un sovrareddito e pertanto un valore positivo dell'avviamento pari a Euro 15.576.

Il valore di un ramo di azienda è dato dalla sommatoria del valore del patrimonio netto rettificato e del valore di avviamento, che per quello in questione sono pari a

Valore beni Immobili:	€	150.000
Valore beni Immobili:	€	29.943
Avviamento	€	15.576
Valore Totale Ramo di Azienda	€	195.519

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 195.518, che si arrotondano **a Euro 195.000,** corrispondente al presumibile valore di realizzo sul mercato di tale ramo di azienda.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 22 ottobre 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Essi, inoltre, nulla prevedono in caso di accesso della società affittante ad una procedura concorsuale né in merito ad un'eventuale prelazione per l'affittuaria.

È doveroso evidenziare che le concrete possibilità di realizzo dei cespiti immobiliari risulteranno fortemente condizionate dall'andamento del comparto commerciale del settore immobiliare e, soprattutto, dalle prospettive dell'economia italiana, che

inevitabilmente sarà condizionata dagli scenari internazionali e più immediatamente dall'andamento dei costi energetici e di approvvigionamento delle materie prima.

Il sottoscritto CTU ritiene di aver assolto l'incarico ricevuto in fede e coscienza, ringrazia per la fiducia accordatale e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento o approfondimento.

La presente relazione è composta da n. 30 pagine e n. 6 allegati

Con ossequi

Perugia, 14/02/2022

Il perito stimatore

Dott.ssa Marta Mari

9. ELENCO ALLEGATI

1. Relazione di stima beni mobili e immobili;
2. Contratto d'affitto d'azienda e contratto locazione immobile Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per il punto vendita di San Feliciano;
3. Inventario beni mobili pdv San Feliciano;
4. Valore BTP – Borsa Italiana;
5. Bilanci 2019 e 2020 della Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani
6. Conto economico provvisorio 2021 della Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani