

**Relazione di stima del valore  
normale di mercato dell'azienda condotta in affitto da  
Conceria Kara Leather S.r.l.**

Milano, 2 maggio 2024

## INDICE

1. Premesse, finalità dell’incarico e limiti. ....	3
2. Principali documenti considerati. ....	5
3. Breve descrizione di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo. ...	6
4. L’andamento economico patrimoniale di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo. ....	7
5. Il contratto d’affitto d’azienda. ....	14
5.1. Sintesi dei contenuti.....	14
5.2. L’aggregato di attività concesse in locazione.....	17
6. Il business plan 2024-2028 di Conceria Kara Leather S.r.l.....	19
7. Configurazioni di valore.....	23
7.1. Premessa. ....	23
7.2. Il valore intrinseco. ....	27
7.3. Il valore normale di mercato.....	28
7.4. Il valore di liquidazione. ....	29
8. Premesse di metodo. ....	35
8.1. I metodi di valutazione delle aziende. ....	35
8.2. Il metodo finanziario. ....	37
8.2.1. Variante equity side.....	39
8.2.2. Variante asset side. ....	41
9. Le analisi valutative.....	45
9.1. Il valore unlevered. ....	47
9.2. Il valore dello scudo fiscale del debito. ....	50
9.3. Il valore di capitale e l’analisi di sensitività. ....	51
10. Conclusioni.....	53
Allegato 1: Il costo del capitale di rischio unlevered. ....	55
Allegato 2: Il business plan 2024 - 2028. ....	61
Allegato 3: Il contratto d’affitto.....	62
Allegato 4: Relazione di stima beni mobili indicati nell’allegato “A” del contratto di affitto d’azienda con Kara Leather S.r.l. ....	63

## 1. Premesse, finalità dell'incarico e limiti.

Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo <sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup> ha conferito alla Dott.ssa Serenella Rossano, con l'ausilio del Dott. Marco Volante, l'incarico di stimare il valore normale di mercato dell'insieme di attività concesse in locazione da parte di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo (concedente) a Conceria Kara Leather S.r.l. (conduttore) <sup>(3)</sup> <sup>(4)</sup> alla data di riferimento del 31 dicembre 2023.

Dalle informazioni desumibili dal contratto di affitto d'azienda, nel seguito meglio esaminato <sup>(5)</sup>, perviene quanto segue:

- Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo *«a seguito dell'incertezza derivante dalla crisi pandemica e dagli ulteriori effetti negativi scaturenti dalla sfavorevole congiuntura economica generale relativa al settore in cui opera, s'è trovata a fronteggiare una crisi di liquidità che ha dato luogo a uno squilibrio economico, finanziario e patrimoniale, con un crescente livello d'indebitamento nei confronti dei terzi;*
- *la parte concedente s'è quindi determinata, dopo aver provveduto a un'attenta analisi della propria crisi, di ricorrere alla procedura concorsuale di tipo concordatario, ex art. 84 C.C.I.I., allo scopo di:*
  - *preservare il valore dei beni materiali e immateriali che caratterizzano la propria attività;*
  - *preservare il mantenimento dell'attuale livello occupazionale nella sua totalità;*
  - *tutelare il ceto creditorio in genere;**attraverso lo strumento della continuità indiretta con affitto dell'azienda a terzi;*
- *in tale prospettiva la parte concedente ha comunicato ai sindacati e ai dipendenti la decisione di cui sopra, provvedendo a incontrare le relative rappresentanze, che si sono dichiarate soddisfatte del percorso di tutela prospettato;*

---

<sup>1</sup> Codice fiscale e Partita IVA n. 04067200164.

<sup>2</sup> Società con sede in Milano, Via Giuseppe Rovani n. 7.

<sup>3</sup> Codice fiscale e Partita IVA n. 13173890966.

<sup>4</sup> Società con sede in Trezzano sul Naviglio (MI), Via Nicolò Copernico n. 50.

<sup>5</sup> Si veda quanto esposto all'interno del paragrafo 5 della presente relazione.

- *la società “Conceria Kara Leather S.r.l.” ha manifestato il proprio interesse a rendersi parte affittuaria dell’azienda allo scopo di gestirla a proprio rischio o profitto e, nel prosieguo, a rendersi cessionaria della stessa impegnandosi all’acquisto nell’ambito della procedura di concordato preventivo che la società “Kara Group S.r.l. in liquidazione” ritiene di promuovere per la ristrutturazione della propria crisi subordinatamente all’omologa della domanda di concordato che sarà depositata innanzi al Tribunale di Milano» (6).*

Stante quanto premesso Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo ritiene che *«con la prosecuzione dell’attività da parte d’una nuova società in regime d’affitto, si possa ragionevolmente raggiungere lo scopo di preservare gli asset aziendali anche immateriali e, per quel che qui può rilevare, di salvaguardare i livelli occupazionali nella loro totalità» (7).* Pertanto *«la società “Conceria Kara Leather S.r.l.” s’è dunque dichiarata intenzionata ad affittare l’azienda e successivamente ad acquistarla, alle condizioni economiche e contrattuali indicate» (8).*

Il patrimonio di Conceria Kara Leather S.r.l. corrisponde al complesso aziendale costituito in data 6 ottobre 2023 finalizzato ad esercitare attività d’impresa per mezzo, esclusivamente, dell’aggregato delle attività concesse in locazione da parte di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo. Stante le informazioni in nostro possesso, Conceria Kara Leather S.r.l., al momento della sua costituzione, non disponeva di alcuna attività e/o passività se non di quanto trasferito con il contratto d’affitto.

Sulla base di ciò, la sostanza della stima richiesta corrisponde alla quantificazione del valore normale di mercato di Conceria Kara Leather S.r.l. (d’ora in avanti anche “l’azienda” o “la società”).

La presente relazione non potrà essere utilizzata per fini diversi da quelli indicati e, in particolare, in nessun caso il lavoro condotto, i dati riportati e gli allegati, potranno essere considerati come attestazione di veridicità dei dati utilizzati o di conformità a principi contabili di riferimento.

Tutte le informazioni utilizzate per lo svolgimento dell’incarico, salvo che sia diversamente indicato nel presente documento, ci sono state fornite. Su tali informazioni

---

<sup>6</sup> Contratto d’affitto d’azienda, pag. 2 e 3.

<sup>7</sup> Contratto d’affitto d’azienda, pag. 3.

<sup>8</sup> Contratto d’affitto d’azienda, pag. 3.

non sono state condotte verifiche, assumendone la correttezza, completezza e coerenza con le finalità dell'incarico assunto.

La presente relazione espone i principi e i metodi utilizzati nelle stime, nonché le condizioni che le qualificano. Espone, inoltre, le conclusioni cui siamo pervenuti <sup>(9)</sup>.

## **2. Principali documenti considerati.**

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento alle informazioni desumibili, in particolare, dai seguenti documenti:

- bilancio depositato di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo relativo agli esercizi 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022 desunti dalla banca dati Aida (Bureau Van Dijk);
- documento intitolato “doc. 9- CONCERIA KARA LEATHER S.R.L.\_Visura Storica”;
- documento intitolato “DETTAGLIO DI FATTURATO kg 2022\_ 2023 AREA MERCEOLOGICA E GEOGRAFICA”;
- documento intitolato “relazione storia”;
- documento intitolato “processo produttivo Kara”;
- documento in formato elettronico intitolato “CONCERIA KARA LEATHER - Forecast Budget 2024-28 - rev Base”;
- business plan 2024 – 2028 <sup>(10)</sup>;
- documento intitolato “doc. 10 - Contratto di affitto d'azienda” <sup>(11)</sup>;
- documento intitolato “Relazione di stima beni mobili indicati nell'allegato “A” del contratto di affitto d'azienda con Kara Leather S.r.l.” <sup>(12)</sup>;
- documento in formato elettronico intitolato “P.N. CONTAB. AFFITTO AL 29 dic 23 - KG”.

---

<sup>9</sup> Le tavole esposte all'interno della presente relazione presentano per comodità di esposizione un numero progressivo a prescindere dal fatto che consistano in figure, tabelle o grafici. All'interno degli allegati, invece, i numeri delle tavole esposte ripartiranno ex novo.

<sup>10</sup> Allegato 2.

<sup>11</sup> Allegato 3.

<sup>12</sup> Allegato 4.

### **3. Breve descrizione di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo.**

La storia dell'attuale Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo ha origine attorno alla metà degli anni '70 con l'idea di Raimondo Cara (padre di Mirco Cara), di creare riproduzioni di pelli di coccodrillo assemblando gli scarti di vero rettile raccolte dai cinturai milanesi, realizzando piccoli stampi, e riproducendo la livrea assemblata su pezza di pelle di vitello. A seguito di vicissitudini aziendali, nasce col tempo il marchio Kara, conosciuto inizialmente per la sola riproduzione su pellami bovini di coccodrilli di varie dimensioni e tipologie.

A partire dal 1983 Mirco Cara entra in azienda full time e provvede insieme al papà Raimondo a trasferirsi in via Metastasio sempre nello stesso comune che precede (Trezzano sul Naviglio) ma in un capannone più conforme.

Nel 1987 la ragione sociale dell'azienda muta in Conceria Kara.

Nel corso del tempo Mirco Cara sperimenta nuove tecniche ispirate dai procedimenti dentistici per creare stampi dentali, che consentono, nel suo mondo conciario, di creare clichè di stampa partendo da qualsiasi oggetto avesse un rilievo, non più solo coccodrillo, ma fantasie astratte, fiori, oggetti. Il primo stampo realizzato ebbe origine dalla gonna di una sella western che riproduceva una fantasia floreale. Tale fantasia diventò uno degli stampi più riconducibili a Kara, denominato Rodeo.

Grazie a questo nuovo filone produttivo e alla capacità di realizzare gli stampi internamente utilizzando celle galvaniche, inizialmente sperimentali, poi industrializzate per la deposizione del nichel e la creazione dello stampo vero e proprio, l'attività assume dimensioni importanti.

Nel 1996 viene affrontato un altro trasloco poiché gli spazi non erano più sufficienti per contenere i macchinari acquistati nel tempo. Dal capannone di Via Metastasio si spostano nello stesso comune al capannone di Via Pagano, molto più funzionale e organizzato negli spazi.

Nel trasferimento vengono smantellati gli impianti di spruzzo (ciò che consente di tingere uniformemente e industrialmente i pellami) e vengono create due nuove linee con 4 cabine, un acquisto importante che determina l'ulteriore industrializzazione della

rifinitura delle pelli, pur mantenendo un'importante contributo manuale nelle fasi successive.

Nel 2001 l'azienda viene trasferita in un capannone in via Copernico sempre a Trezzano, in una posizione di pregio e con spazi importanti, allargando il mercato al mondo dell'arredamento e non solo più pelletteria e calzatura.

Il fatturato cresce annualmente fino a raggiungere il picco tra il 2006 e il 2008 (circa Euro 6,2 milioni).

Vengono acquistati nuovi macchinari, una nuova linea spruzzo, macchine da taglio e una misuratrice.

Nel 2015 si passa dalla Conceria Kara alla Kara Group (ad oggi Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo). La produzione viene suddivisa in linee di prodotto identificate dalla tipologia di stampe proposte: si hanno i lisci, i floreali, la linea western e la linea fantasy per concludere nei pitoni e coccodrilli da cui tutto ha avuto origine.

L'azienda vanta collaborazioni importanti con le più grandi firme quali Versace, Fendi, Gucci, Dolce e Gabbana, Tory Burch, Mark Jacobs, Ralph Laurent, Vivienne Westwood ed altri.

#### **4. L'andamento economico patrimoniale di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo.**

Si è condotta un'analisi ai bilanci di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo (concedente) degli ultimi cinque esercizi che precedono quello in corso al 1° gennaio 2023.

A questo proposito, all'interno della Tabella 1, sono esposte le voci patrimoniali degli esercizi che qui interessano.

**Tabella 1:** stati patrimoniali degli esercizi 2018 – 2022

Situazione patrimoniale	2018	2019	2020	2021	2022
Immobilizzazioni immateriali	107.584	73.761	70.538	30.863	43.792
Immobilizzazioni materiali	943.087	965.737	994.168	1.022.167	976.089
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>1.050.671</b>	<b>1.039.498</b>	<b>1.064.706</b>	<b>1.053.030</b>	<b>1.019.881</b>
Rimanenze	3.338.420	3.476.358	3.747.839	3.282.269	1.461.287
Crediti	1.242.224	840.321	600.319	341.996	306.838
verso clienti	528.049	411.668	147.346	261.292	306.838
tributari	306.386	17.172	0	29.974	0
verso controllanti	0	370.000	370.000	0	0
verso altri	407.789	41.481	82.973	50.730	0
Disponibilità liquide	35.527	4.937	21.676	15.462	34.902
<b>Attivo circolante</b>	<b>4.616.171</b>	<b>4.321.616</b>	<b>4.369.834</b>	<b>3.639.727</b>	<b>1.803.027</b>
Ratei e risconti attivi	40.389	26.224	433	15.093	0
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>5.707.231</b>	<b>5.387.338</b>	<b>5.434.973</b>	<b>4.707.850</b>	<b>2.822.908</b>
Capitale sociale	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Riserve	70.481	70.478	78.307	479.673	479.675
utile (perdite) a nuovo	18.612	3.960	0	-358.502	-1.120.375
Utili (perdite) d'esercizio	-14.652	3.868	-366.137	-761.873	-2.116.824
<b>Patrimonio netto</b>	<b>124.441</b>	<b>128.306</b>	<b>-237.830</b>	<b>-590.702</b>	<b>-2.707.524</b>
Fondi per rischi e oneri	34.930	34.712	34.523	34.253	34.253
Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	424.054	474.117	532.045	587.433	472.336
Debiti	5.022.088	4.659.367	4.983.927	4.543.756	4.956.726
Obbligazioni	0	0	0	7.713	8.437
Debiti verso banche	1.344.273	370.272	378.312	412.567	335.857
Debiti verso altri finanziatori	0	0	0	16.690	44.565
Finanziamento soci	0	789.000	789.000	0	0
Debiti fornitori	1.588.809	1.344.066	1.478.535	1.536.424	1.505.844
Debiti verso collegate	0	0	0	584.999	584.999
Debiti tributari	559.938	688.777	129.041	923.756	1.076.289
Debiti vs istituti di previdenza	676.294	663.332	191.184	952.210	1.144.688
Debiti vs altri	852.774	803.920	2.017.855	109.397	256.047
Ratei e risconti passivi	101.718	90.836	122.308	133.110	67.118
<b>TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO</b>	<b>5.707.231</b>	<b>5.387.338</b>	<b>5.434.973</b>	<b>4.707.850</b>	<b>2.822.909</b>

Euro

Fonte: Elaborazione dai dati desunti dalla documentazione inviata.

Come esposto all'interno della Tabella 1 dal 2018 al 2022:

- il totale delle immobilizzazioni è passato da circa Euro 1.051 mila a circa Euro 1.020 mila;
- l'attivo circolante passa da circa Euro 4.616 mila a circa Euro 1.803 mila;
- il patrimonio netto passa da circa Euro 124.441 a circa Euro -2.708 mila. Come visibile dal 2020 in avanti si sono verificate perdite tali da compromettere la continuità aziendale della società.

Stante quanto sopra, si è provveduto a riclassificare gli stati patrimoniali al fine di pervenire alla quantificazione del capitale investito operativo e del totale delle fonti. Si veda a questo proposito quanto esposto all'interno della Tabella 2.

**Tabella 2:** il capitale investito netto e il totale delle fonti 2018 – 2022



	2018	2019	2020	2021	2022
Attivo fisso immobilizzato	1.050.671	1.039.498	1.064.706	1.053.030	1.019.881
Rimanenze	3.338.420	3.476.358	3.747.839	3.282.269	1.461.287
Crediti verso clienti	528.049	411.668	147.346	261.292	306.838
Crediti verso altri	407.789	41.481	82.973	50.730	0
Crediti tributari	306.386	17.172	0	29.974	0
Crediti verso controllanti	0	370.000	370.000	0	0
Ratei e risconti attivi	40.389	26.224	433	15.093	0
Attività operative	4.621.033	4.342.903	4.348.591	3.639.358	1.768.125
Debiti verso fornitori	1.588.809	1.344.066	1.478.535	1.536.424	1.505.844
Debiti tributari	559.938	688.777	129.041	923.756	1.076.289
Debiti vs istituti di previdenza	676.294	663.332	191.184	952.210	1.144.688
Debiti verso collegate	0	0	0	584.999	584.999
Debiti vs altri	852.774	803.920	2.017.855	109.397	256.047
Ratei e risconti passivi	101.718	90.836	122.308	133.110	67.118
Passività operative	3.779.533	3.590.931	3.938.923	4.239.896	4.634.985
Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	424.054	474.117	532.045	587.433	472.336
Fondi per rischi e oneri	34.930	34.712	34.523	34.253	34.253
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>382.516</b>	<b>243.143</b>	<b>-156.900</b>	<b>-1.222.224</b>	<b>-3.373.449</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>1.433.187</b>	<b>1.282.641</b>	<b>907.806</b>	<b>-169.194</b>	<b>-2.353.568</b>

Obbligazioni	0	0	0	7.713	8.437
Debiti verso banche	1.344.273	370.272	378.312	412.567	335.857
Debiti verso altri finanziatori	0	0	0	16.690	44.565
Finanziamento soci	0	789.000	789.000	0	0
<i>Passività finanziarie e assimilati</i>	<i>1.344.273</i>	<i>1.159.272</i>	<i>1.167.312</i>	<i>436.970</i>	<i>388.859</i>
Disponibilità liquide	35.527	4.937	21.676	15.462	34.902
<i>Attività finanziarie e assimilati</i>	<i>35.527</i>	<i>4.937</i>	<i>21.676</i>	<i>15.462</i>	<i>34.902</i>
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>1.308.746</b>	<b>1.154.335</b>	<b>1.145.636</b>	<b>421.508</b>	<b>353.957</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>124.441</b>	<b>128.306</b>	<b>-237.830</b>	<b>-590.702</b>	<b>-2.707.524</b>
<b>Fonti</b>	<b>1.433.187</b>	<b>1.282.641</b>	<b>907.806</b>	<b>-169.194</b>	<b>-2.353.567</b>

Euro

Fonte: Elaborazione dai dati desunti dalla documentazione inviati.

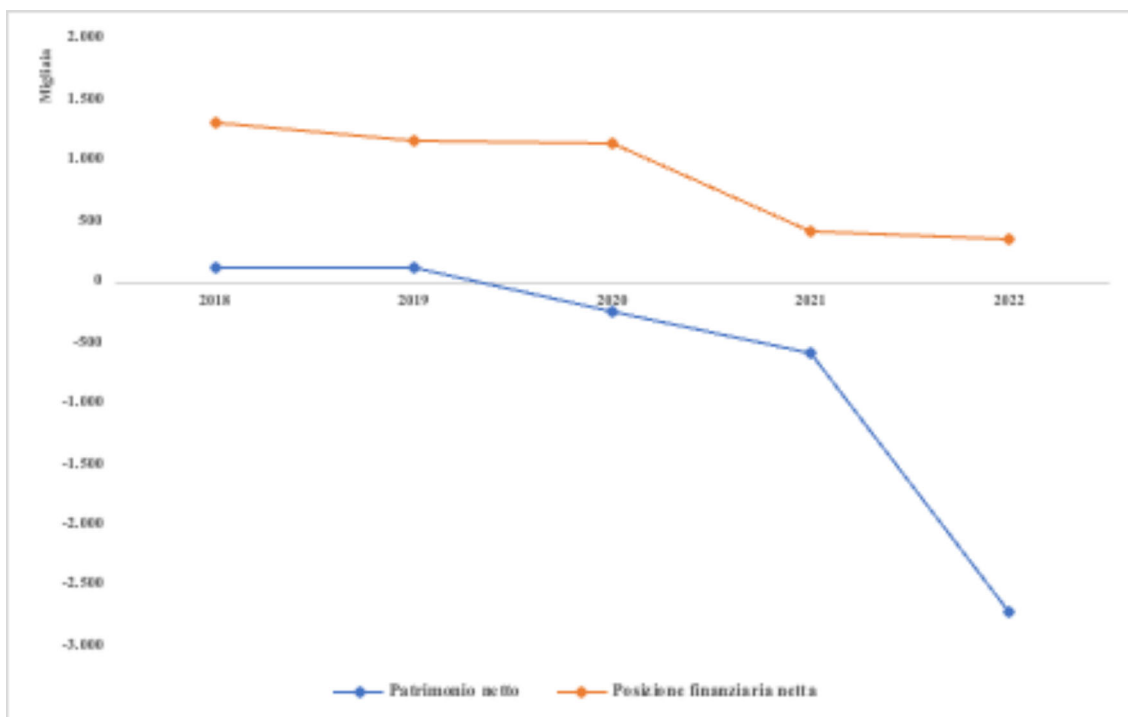
Come esposto all'interno della Tabella 2 dal 2018 al 2022:

- il capitale circolante netto è passato da circa Euro 383 mila a circa Euro -3.373 mila;
- il capitale investito netto è passato da circa Euro 1.433 mila a circa Euro -2.354 mila;
- la posizione finanziaria netta è rimasta sempre positiva <sup>(13)</sup>. A questo proposito, la stessa passa da circa Euro 1.309 mila a circa Euro 354 mila.

L'andamento vissuto nel quinquennio che qui interessa da posizione finanziaria netta e patrimonio netto è esposto all'interno del grafico che segue.

### Grafico 3: l'andamento di posizione finanziaria netta e patrimonio netto

<sup>13</sup> Le passività finanziarie (e poste alle stesse assimilabili) eccedono le attività finanziarie (e poste alle stesse assimilabili).



Per quanto concerne, invece, l'andamento economico vissuto dalla società nel corso degli esercizi che qui interessano, si rimanda a quanto esposto all'interno della Tabella 4.

**Tabella 4:** i conti economici degli esercizi 2018 – 2022

Conto economico	2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.930.579	2.777.060	1.908.536	1.986.763	1.881.853
Altri ricavi e proventi	38.890	165.223	75.841	291.843	225.732
<b>Valore della produzione</b>	<b>2.969.469</b>	<b>2.942.283</b>	<b>1.984.377</b>	<b>2.278.606</b>	<b>2.107.585</b>
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	-409.821	214.484	-22.449	889.616	2.138.195
Costi per servizi	1.472.391	1.142.028	943.136	794.693	857.003
Costi per godimento di beni di terzi	158.977	160.176	120.617	147.652	100.834
Costi per il personale	879.810	932.040	943.727	914.411	861.576
Ammortamenti e svalutazioni	181.558	172.090	0	88.003	9.855
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	390.971	82.959	271.480	37.915	116.535
Oneri diversi di gestione	129.478	44.993	46.409	118.041	87.789
<b>Costi della produzione</b>	<b>2.803.364</b>	<b>2.748.770</b>	<b>2.302.920</b>	<b>2.990.331</b>	<b>4.171.787</b>
<b>EBIT</b>	<b>166.105</b>	<b>193.513</b>	<b>-318.543</b>	<b>-711.725</b>	<b>-2.064.202</b>
Proventi da partecipazioni	1	21	2	6	0
Utili perdite su cambi	-29.050	-18.460	-3.605	-456	-3.399
Interessi e altri oneri finanziari	92.468	133.450	43.991	49.698	49.225
Proventi e oneri finanziari	-121.517	-151.889	-47.594	-50.148	-52.624
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>44.588</b>	<b>41.624</b>	<b>-366.137</b>	<b>-761.873</b>	<b>-2.116.826</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	59.240	37.756	0	0	0
<b>Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>-14.652</b>	<b>3.868</b>	<b>-366.137</b>	<b>-761.873</b>	<b>-2.116.826</b>

Euro

Fonte: Elaborazione dai dati desunti dalla documentazione inviati.

Come visibile all'interno della Tabella 4, dal 2018 al 2022:

- il valore della produzione passa da circa Euro 2.969 mila a circa Euro 2.108 mila;
- il risultato operativo (EBIT <sup>(14)</sup>) passa da circa Euro 166 mila a circa Euro - 2.064 mila;
- l'EBIT margin % <sup>(15)</sup> passa da circa il 5,6% a circa il -97,95%;
- l'EBITDA <sup>(16)</sup> passa da circa Euro 348 mila a circa Euro -2.064 mila. Nella presente elaborazione la misura di EBITDA legata agli esercizi 2021 e 2022 è influenzata dalla svalutazione del magazzino;
- l'EBITDA margin % <sup>(17)</sup> passa da circa l'11,7% a circa il -97,95%;
- il risultato prima delle imposte passa da circa Euro 45 mila a circa Euro -2.117 mila;
- il NOPAT <sup>(18)</sup> definito tenendo conto di un'aliquota fiscale di circa il 27,9% passa da circa Euro 120 mila a circa Euro -2.064 mila <sup>(19)</sup>.

L'andamento vissuto nel quinquennio che qui interessa da ricavi delle vendite e valore della produzione è esposto all'interno del grafico che segue.

**Grafico 5:** l'andamento dei ricavi delle vendite e del valore della produzione

---

<sup>14</sup> Earnings Before Interests and Taxes.

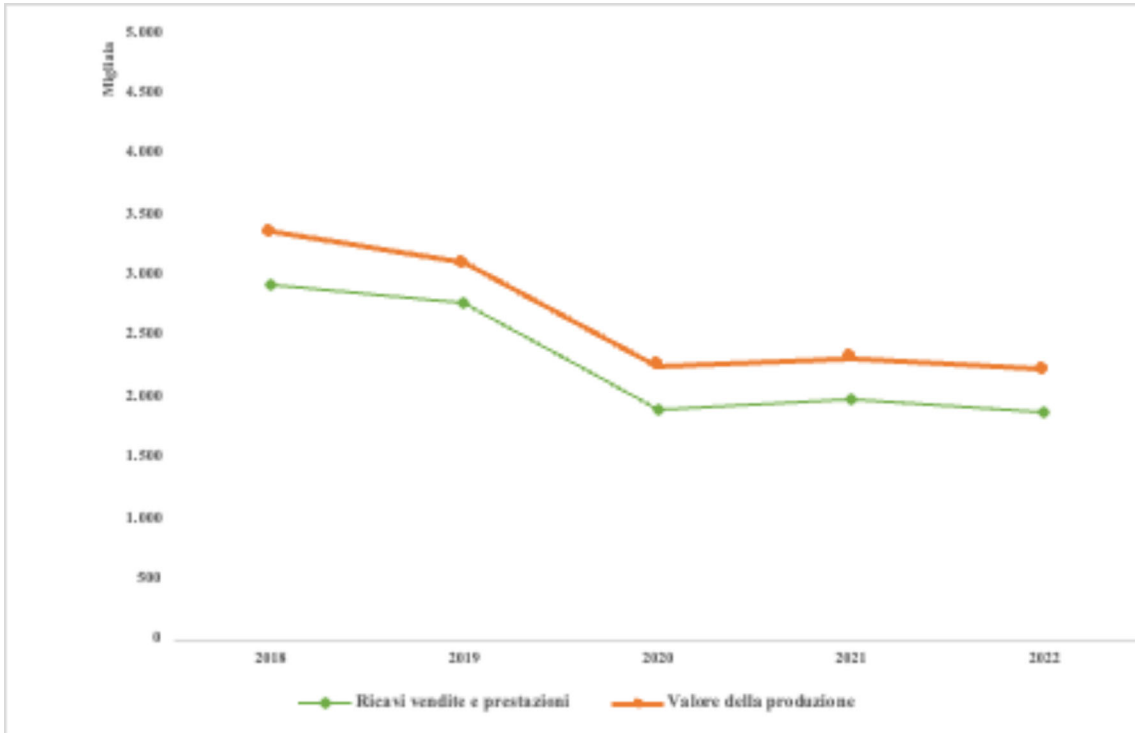
<sup>15</sup> Inteso come il rapporto tra EBIT e valore della produzione.

<sup>16</sup> Con EBITDA - Earnings Before Interests and Taxes Depreciation and Amortization - è da intendersi il risultato operativo derivante dalla differenza tra valore e costi della produzione, rimontato delle poste contabili relative agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali di competenza dell'esercizio.

<sup>17</sup> Inteso come il rapporto tra EBITDA e valore della produzione.

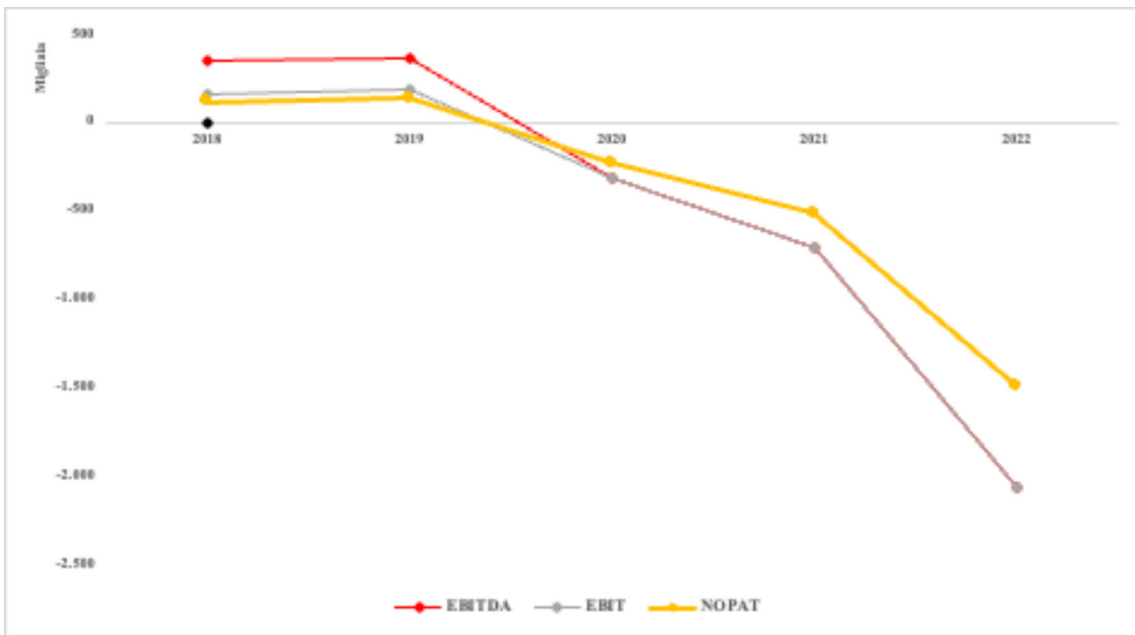
<sup>18</sup> Net Operating Profit After Tax.

<sup>19</sup> Si tenga presente che negli esercizi 2020, 2021 e 2022 l'EBIT è risultato negativo; pertanto il carico fiscale legato al risultato operativo dell'azienda non dovrebbe teoricamente sussistere.



L'andamento vissuto nel quinquennio che qui interessa da EBITDA, EBIT e NOPAT è esposto all'interno del grafico che segue.

**Grafico 6:** l'andamento di EBITDA, EBIT e NOPAT



Per quanto concerne, invece, i flussi della società nel corso degli esercizi che qui interessano, si rimanda a quanto esposto all'interno della Tabella 7.

**Tabella 7:** i rendiconti finanziari degli esercizi 2018 – 2022

<i>Euro</i>	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Reddito operativo</b>	<b>166.105</b>	<b>193.513</b>	<b>-318.543</b>	<b>-711.725</b>	<b>-2.064.202</b>
Amm. Immateriali	35.763	35.073	0	0	0
Amm. Materiali	145.795	137.017	0	0	0
Svalu. Crediti	0	0	0	88.003	9.855
Accantonamenti	34.930	0	0	0	0
Imposte	-59.240	-37.756	0	0	0
<b>Flusso di circolante</b>	<b>323.353</b>	<b>327.847</b>	<b>-318.543</b>	<b>-623.722</b>	<b>-2.054.347</b>
Var. crediti commerciali	38.794	116.381	264.322	-201.949	-55.401
Var. debiti commerciali	337.485	-244.743	134.469	57.889	-30.580
Var. rimanenze	-897.595	-137.938	-271.481	465.570	1.820.982
Var. altri crediti	-55.080	299.687	1.471	357.609	95.797
Var. altri debiti	319.491	56.141	213.523	243.084	425.669
Var. fondi	24.942	49.845	57.739	55.118	-115.097
<b>Flusso di cassa della gestione corrente</b>	<b>91.390</b>	<b>467.220</b>	<b>81.500</b>	<b>353.599</b>	<b>87.023</b>
Capex immateriali	-5.131	-1.250	3.223	39.675	-12.929
Capex materiali	-30.827	-159.667	-28.431	-27.999	46.078
Capex finanziarie	0	0	0	0	0
<b>FCFO</b>	<b>55.432</b>	<b>306.303</b>	<b>56.292</b>	<b>365.275</b>	<b>120.172</b>
Proventi finanziari	1	21	2	6	0
Oneri finanziari	-92.468	-133.450	-43.991	-49.698	-49.225
Util/perdite su cambi	-29.050	-18.460	-3.605	-456	-3.399
Var. deb. Fin vs banche	100.077	-974.001	8.040	34.255	-76.710
Var. obbligazioni	0	0	0	7.713	724
Var. altri finanziatori	0	0	0	16.690	27.875
Var. finanziamento soci	0	789.000	0	-789.000	0
<b>FCFE</b>	<b>33.992</b>	<b>-30.587</b>	<b>16.738</b>	<b>-415.215</b>	<b>19.437</b>
Var. PN	1	-3	1	409.001	2
<b>Saldo monetario di esercizio</b>	<b>33.993</b>	<b>-30.590</b>	<b>16.739</b>	<b>-6.214</b>	<b>19.439</b>
Liquidità inizio periodo	1.534	35.527	4.937	21.676	15.462
Liquidità fine periodo	35.527	4.937	21.676	15.462	34.902
<b>Var. liquidità</b>	<b>33.993</b>	<b>-30.590</b>	<b>16.739</b>	<b>-6.214</b>	<b>19.440</b>

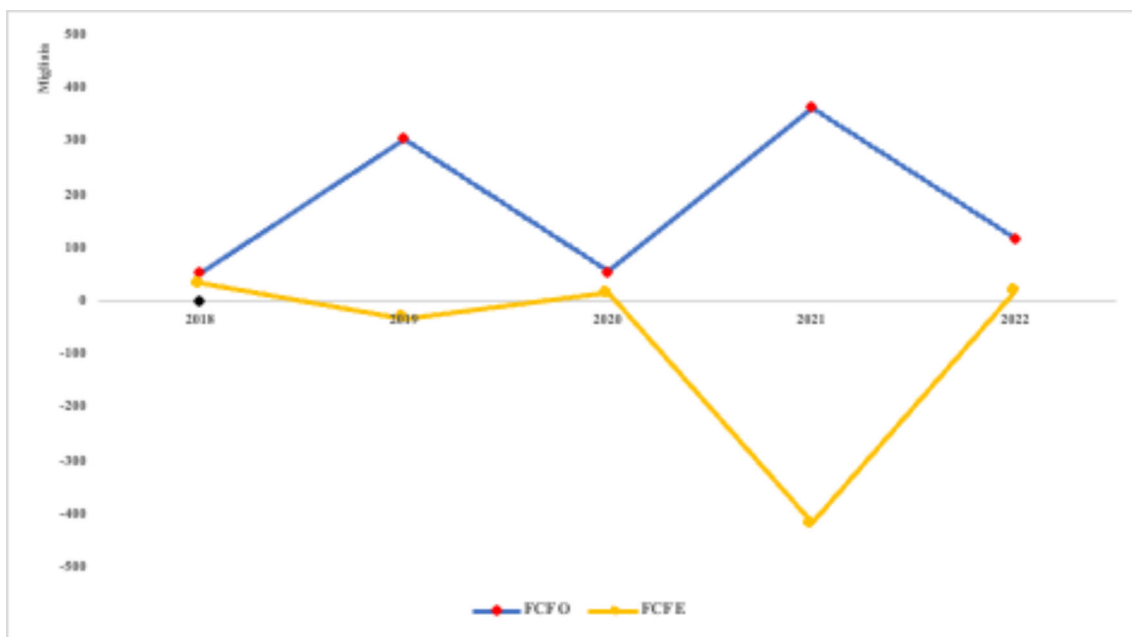
Fonte: Elaborazione dai dati desunti dalla documentazione inviata.

Come visibile all'interno della Tabella 7, dal 2018 al 2022:

- i flussi di cassa della gestione operativa (FCFO) passano da circa Euro 55.432 a circa Euro 120.172;
- i flussi di cassa disponibili per l'azionista (FCFE) passano da circa Euro 33.992 a circa Euro 19.437.

L'andamento vissuto nel quinquennio che qui interessa dagli FCFO e FCFE è esposto all'interno del grafico che segue.

**Grafico 8:** l'andamento degli FCFO e FCFE



## 5. Il contratto d'affitto d'azienda.

### 5.1. Sintesi dei contenuti.

Dall'esame del contratto di affitto d'azienda consegnatoci pervengono le informazioni nel seguito sintetizzate:

- Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo «*dichiara di concedere in affitto alla società "Conceria Kara Leather S.r.l." [...] l'azienda costituita dal complesso dei beni organizzati per l'esercizio dell'attività di:*

  - *lavorazione e commercializzazione di pelli normali, speciali, grezze e semilavorate;*
  - *stampaggio di pelli, cuoi e affini;*
  - *import export di merci attinenti alla propria attività;*

- comprendenti, oltre all'avviamento commerciale, i beni mobili, gli impianti tecnologici, i macchinari, le attrezzature, gli arredi, le licenze*

*amministrative, le autorizzazioni, le concessioni, i permessi, gli hardware, i software, i corredi, le suppellettili, i contratti e le utenze meglio specificati negli elenchi sopra allegati sotto le lettere “A”, “B”, “C”, e “D”.»<sup>(20)</sup>;*

- *«Il presente affitto avrà la durata di tre anni con decorrenza dalla data odierna [(21)]»<sup>(22)</sup>;*
- *«Il canone d'affitto, che sarà dovuto a decorrere dalla data d'immissione nel possesso, prevista per il giorno 28 [...] dicembre [...] 2023 [...], è convenuto nella misura di Euro 48.000,00 [...], oltre all'imposta sul valore aggiunto, da corrispondere in dodici rate a cadenza mensile dell'importo unitario di Euro 4.000,00 [...], oltre a imposta sul valore aggiunto.»<sup>(23)</sup>;*
- *«I costi di gestione dell'azienda [...] rimarranno a carico della parte affittuaria.»<sup>(24)</sup>;*
- *«Le spese di manutenzione e le riparazioni ordinarie relative a tutti i beni strumentali compresi nell'azienda sono a carico della parte affittuaria mentre quelle per le manutenzioni e le riparazioni straordinarie (compresa l'eventuale sostituzione parziale o totale) causate da normale usura o vetustà sono a carico della parte concedente»<sup>(25)</sup>;*
- *«Crediti e debiti di qualsiasi natura sorti anteriormente alla data odierna [27 dicembre 2023], ancorchè non scaduti, continuano a competere e a gravare esclusivamente sulla parte concedente. [...]*  
*Sono in ogni caso esclusi dall'affitto qualsiasi attività, passività e rapporto non espressamente ricompreso nell'azienda, ivi incluse le passività derivanti da eventuali pretese del personale e delle autorità fiscali.»<sup>(26)</sup>;*
- *«Le scorte di magazzino, comprensive di materie prime, semilavorati e prodotti finiti, non concorrono a formare l'azienda.»<sup>(27)</sup>.*

In sintesi, Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo:

---

<sup>20</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 3.

<sup>21</sup> Il presente contratto (n. 43320) è stato registrato in Monza e Brianza in data 27 dicembre 2023.

<sup>22</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 3.

<sup>23</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 3.

<sup>24</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 4.

<sup>25</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 5.

<sup>26</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 10.

<sup>27</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 10.

- *«dichiara di essere titolare di tutte le autorizzazioni, le licenze e le concessioni necessarie per l'esercizio dell'impresa» (28);*
- *«dichiara che la parte affittuaria avrà diritto, ai fini migliorativi, d'installare nuovi impianti o macchinari, senza con ciò recare pregiudizio a quelli già esistenti e senza obbligo di preventiva comunicazione.» (29);*
- *«s'impegna a cedere alla parte affittuaria il magazzino a consumo, con emissione di fattura a fine mese e pagamento della stessa a novanta giorni dalla data di fatturazione.» (30);*

In senso analogo, Conceria Kara Leather S.r.l. per tutta la durata del contratto s'impegna a:

- *«gestire l'azienda con diligenza e in buona fede, senza modificarne la destinazione e in modo da conservare, salvo cause di forza maggiore, l'efficienza dell'organizzazione e dei beni strumentali;*
- *dotarsi d'autonomia e indipendente contabilità separata relativa alla gestione dell'azienda, impegnandosi a fornire alla parte concedente informazioni periodiche, su base trimestrale, relative all'andamento economico della società; [...]*
- *esercitare l'azienda sotto la precedente ditta, obbligandosi a dare idonea pubblicità del mutamento dell'imprenditore» (31);*
- *«proseguirà i contratti di lavoro subordinato esclusivamente con i dipendenti meglio specificati nell'elenco, che, in copia fotostatica, viene allegato al presente atto sotto la lettera "E", iscrivendo gli stessi nel proprio libro unico del lavoro.» (32);*

Inoltre, Conceria Kara Leather S.r.l.:

- *si obbliga «a riconsegnare l'azienda al momento della scadenza del contratto su semplice richiesta della parte concedente, nello stato di fatto e di diritto in cui è stata consegnata, salvo eventuali addizioni o migliorie in ordine alle quali la parte affittuaria [...] rinuncia a ogni rivalsa a qualsiasi titolo [...]» (33);*

---

<sup>28</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 6.

<sup>29</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 6.

<sup>30</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 10.

<sup>31</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 7.

<sup>32</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 9.

<sup>33</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 7 e 8.



- si impegna *«irrevocabilmente ad acquistare l'azienda, condizionatamente al passaggio in giudicato del decreto d'omologa della procedura di concordato preventivo che la parte concedente è in procinto di depositare.»* <sup>(34)</sup> <sup>(35)</sup>;
- si impegna *«a presentare offerta irrevocabile d'acquisto, soggetto alla condizione dell'intervenuta omologa del concordato preventivo, per il corrispettivo di Euro 700.000,00 [...], al lordo dell'accollo del trattamento di fine rapporto che risulterà dovuto ai dipendenti fino alla data odierna.»* <sup>(36)</sup> <sup>(37)</sup>.

## **5.2. L'aggregato di attività concesse in locazione.**

Stante quanto comunicatoci le attività concesse in locazione a Conceria Kara Leather S.r.l. da parte di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo corrispondono in via prevalente:

- ad un software;
- ad impianti e macchinari;
- ad autovetture e automezzi.

La tavola di cui sotto riassume il set di attività oggetto di affitto e i rispettivi fondi ammortamento.

**Tabella 9:** il patrimonio concesso in affitto

---

<sup>34</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 10.

<sup>35</sup> Sottolineatura aggiunta.

<sup>36</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 11.

<sup>37</sup> Sottolineatura aggiunta.

PATRIMONIO NETTO ONCESSO IN AFFITTO					
(Valori al 29 dic. 2023)					
COSTO IMMOB. MATERIALI ED IMMATERIALI			F.DO AMM.TO IMMOB. MATERIALI ED IMMATERIALI		
02/01/06/06	SOFTWARE	11.638,14	02/01/02/06	F.DO AMM. SOFTWARE	€ 8.189,64
02/01/06/07	PROPRIETA' INTELLETTUALI	1.000,00	02/01/02/07	F.DO AMM. PROPR.INTELLETT.	€ 1.000,00
02/02/01/02	COSTRUZIONI LEGGERE G009	22.753,00	02/02/02/04	F.DO AMM. COSTR.LEGG G009	€ 20.402,94
02/02/03/02	IMPIANTI SPECIFICI	45.576,08	02/02/04/04	F.DO AMM. IMPIANTI G087	€ 41.492,84
02/02/03/04	IMPIANTI G087	150.809,12	02/02/04/05	F.DO AMM. IMPIANTI G113	€ 280.390,93
02/02/03/05	IMPIANTI G113	776.462,25	02/02/04/06	F.DO AMM. MACCHINARI G142	€ 801.572,48
02/02/03/06	MACCHINARI G142	934.423,14	02/02/04/07	F.DO AMM. MACCHINARI G149	€ 594.814,68
02/02/03/07	MACCHINARI G149	650.172,35	02/02/06/05	F.DO AMM. AUTOVETTURE	€ 7.546,74
02/02/05/02	RADIOMOBILE	397,66	02/02/06/06	F.DO AMM. AUTOM. STRUM.	€ 2.981,52
02/02/05/03	MOBILI	1.154,10	02/02/06/07	F.DO AMM. ATTREZZ. G011	€ 37.656,36
02/02/05/05	AUTOVETTURE	14.742,29	02/02/06/08	F.DO AMM. ATTREZZ. G108	€ 22.676,19
02/02/05/06	AUTOMEZZI STRUMENTALI	6.147,54	02/02/06/09	F.DO AMM. MOBILI G003	€ 36.652,55
02/02/05/07	ATTREZZATURA G011	37.656,36	02/02/06/15	F.DO AMM. MACCH.UFF.G004	€ 13.248,50
02/02/05/08	ATTREZZATURA G108	23.383,06			
02/02/05/09	MOBILI G003	43.384,64			
02/02/05/14	MACCHINE D'UFFICIO G004	11.303,58			
	<b>TOTALE</b>	<b>2.731.003,31</b>		<b>TOTALE</b>	<b>€ 1.868.625,37</b>
				<b>P.N. CONTABILE (OGGETTO D'AFFITTO)</b>	<b>€ 862.377,94</b>

Fonte: Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo.

Le attività espresse al netto dei rispettivi fondi di ammortamento sono esposte all'interno della tavola a seguire.

**Tabella 10:** le attività nette concesse in affitto

<b>Euro</b>	<b>Valori contabili</b>
Software e proprietà intellettuali	3.449
<b>Totale immobilizzazioni immateriali</b>	<b>3.449</b>
Costruzioni leggere	2.350
Impianti	650.964
Macchinari	188.208
Autovetture	7.196
Radiomobile	398
Mobili e macchine d'ufficio	5.941
Automezzi	3.166
Attrezzature	707
<b>Totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>858.929</b>
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>862.378</b>

Fonte: Nostra elaborazione sulla base dei dati comunicatici.

Stante quanto premesso, il valore contabile netto delle immobilizzazioni materiali e immateriali oggetto di affitto è pari a circa Euro 862 mila.

## 6. Il business plan 2024-2028 di Conceria Kara Leather S.r.l.

I consulenti di Conceria Kara Leather S.r.l. (conduttore) hanno predisposto un piano pluriennale (che copre il periodo compreso tra il 1° gennaio 2024 e il 31 dicembre 2028), nel quale sono rappresentati i risultati che, ragionevolmente, potranno essere generati in futuro dal complesso aziendale oggetto di valutazione.

In base a quanto riferito dal management, le previsioni contenute nel piano possono ragionevolmente considerarsi rappresentative dello scenario medio atteso<sup>(38)</sup>.

**Tabella 11:** Conto economico

CONTO ECONOMICO	I trim 2024	%	2024	%	2025	%	2026	%	2027	%	2028	%
Vendite Italia	88.379	30,7%	475.772	30,7%	506.467	30,7%	537.162	30,7%	567.857	30,7%	598.552	30,7%
Vendite Estero	199.548	69,3%	1.074.228	69,3%	1.143.533	69,3%	1.212.838	69,3%	1.282.143	69,3%	1.351.448	69,3%
<b>FATTURATO</b>	<b>287.927</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.550.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.650.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.750.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.850.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.950.000</b>	<b>100,0%</b>
(Costo del venduto)	(56.901)	-19,8%	(344.946)	-22,3%	(367.593)	-22,3%	(393.622)	-22,5%	(425.364)	-23,0%	(473.057)	-24,3%
<b>MARGINE DI CONTRIBUZIONE</b>	<b>231.026</b>	<b>80,2%</b>	<b>1.205.054</b>	<b>77,7%</b>	<b>1.282.407</b>	<b>77,7%</b>	<b>1.356.378</b>	<b>77,5%</b>	<b>1.424.636</b>	<b>77,0%</b>	<b>1.476.943</b>	<b>75,7%</b>
Altri Ricavi	363	0,1%	1.000	0,1%	1.000	0,1%	1.000	0,1%	1.000	0,1%	1.000	0,1%
(Spese per Servizi)	(82.533)	-28,7%	(330.133)	-21,3%	(351.432)	-21,3%	(351.432)	-20,1%	(351.432)	-19,0%	(351.432)	-18,0%
(Provvigioni Agenti)	(6.307)	-2,2%	(33.950)	-2,2%	(41.250)	-2,5%	(43.750)	-2,5%	(46.250)	-2,5%	(48.750)	-2,5%
(Godimento beni di terzi)	(12.150)	-4,2%	(68.600)	-4,4%	(60.000)	-3,6%	(41.000)	-2,3%	(42.025)	-2,3%	(43.076)	-2,2%
(Costo del lavoro)	(151.783)	-52,7%	(607.131)	-39,2%	(622.309)	-37,7%	(637.867)	-36,4%	(653.814)	-35,3%	(670.159)	-34,4%
(Accantonamenti Tfr)	(10.628)	-3,7%	(42.510)	-2,7%	(43.573)	-2,6%	(49.067)	-2,8%	(50.293)	-2,7%	(51.551)	-2,6%
(Oneri Diversi Gestione)	(1.992)	-0,7%	(7.968)	-0,5%	(10.000)	-0,6%	(25.000)	-1,4%	(25.000)	-1,4%	(25.625)	-1,3%
<b>MARGINE OP. LORDO (EBITDA)</b>	<b>(34.003)</b>	<b>-11,8%</b>	<b>115.761</b>	<b>7,5%</b>	<b>154.842</b>	<b>9,4%</b>	<b>209.262</b>	<b>12,0%</b>	<b>256.821</b>	<b>13,9%</b>	<b>287.350</b>	<b>14,7%</b>
(Ammortamenti di beni materiali)	0	0,0%	(1.875)	-0,1%	(49.642)	-3,0%	(84.475)	-4,8%	(86.975)	-4,7%	(89.475)	-4,6%
(Ammortamenti di beni immateriali)	0	0,0%	0	0,0%	(5.156)	-0,3%	(5.156)	-0,3%	(5.156)	-0,3%	(5.156)	-0,3%
(Altri Acca. ti, Sval e Perdite su Crediti)		0,0%	(7.750)	-0,5%	(8.250)	-0,5%	(8.750)	-0,5%	(9.250)	-0,5%	(9.750)	-0,5%
<b>UTILE OPERATIVO NETTO (EBIT)</b>	<b>(34.003)</b>	<b>-11,8%</b>	<b>106.136</b>	<b>6,8%</b>	<b>91.794</b>	<b>5,6%</b>	<b>110.881</b>	<b>6,3%</b>	<b>155.440</b>	<b>8,4%</b>	<b>182.969</b>	<b>9,4%</b>
Proventi / (Oneri) finanziari	(905)	-0,3%	(3.622)	-0,2%	(8.355)	-0,5%	(8.122)	-0,5%	(8.122)	-0,4%	(8.122)	-0,4%
Proventi ed (Oneri) Straordinari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>(34.909)</b>	<b>-12,1%</b>	<b>102.514</b>	<b>6,6%</b>	<b>83.439</b>	<b>5,1%</b>	<b>102.759</b>	<b>5,9%</b>	<b>147.318</b>	<b>8,0%</b>	<b>174.847</b>	<b>9,0%</b>
(Imposte sul reddito)	0	0,0%	(28.565)	-1,8%	(24.243)	-1,5%	(28.879)	-1,7%	(39.574)	-2,1%	(46.181)	-2,4%
(Irap)	0	0,0%	(18.067)	-1,2%	(18.100)	-1,1%	(19.451)	-1,1%	(21.811)	-1,2%	(23.522)	-1,2%
Totale imposte	0	0,0%	(46.632)	-3,0%	(42.343)	-2,6%	(48.331)	-2,8%	(61.384)	-3,3%	(69.703)	-3,6%
<b>UTILE NETTO</b>	<b>(34.909)</b>	<b>-12,1%</b>	<b>55.882</b>	<b>3,6%</b>	<b>41.096</b>	<b>2,5%</b>	<b>54.429</b>	<b>3,1%</b>	<b>85.934</b>	<b>4,6%</b>	<b>105.145</b>	<b>5,4%</b>

Fonte: Conceria Kara Leather S.r.l.

In base alle previsioni formulate dal management della Società:

- nel 2024 dovrebbero essere conseguiti ricavi pari a circa Euro 1.550 mila. Nell'esercizio 2025, essi dovrebbero ammontare, invece, a circa Euro 1.650 mila. A partire dall'esercizio successivo i ricavi dovrebbero crescere fino ad arrivare, nel 2028, ad essere pari a circa Euro 1.950 mila;
- nel 2024 dovrebbe essere conseguito un EBITDA pari a circa Euro 116 mila. Nell'esercizio 2025, esso dovrebbe ammontare, invece, a circa Euro 155 mila. A

<sup>38</sup> Ovviamente in una prospettiva stand alone.

partire dall'esercizio successivo l'EBITDA dovrebbe crescere fino ad arrivare, nel 2028, ad essere pari a circa Euro 287 mila;

- nel 2024 dovrebbe essere conseguito un EBIT pari a circa Euro 106 mila. Nell'esercizio 2025, esso dovrebbe ammontare, invece, a circa Euro 92 mila. A partire dall'esercizio successivo l'EBIT dovrebbe crescere fino ad arrivare, nel 2028, ad essere pari a circa Euro 183 mila.

**Tabella 12:** Stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	I trim 2024	2024	2025	2026	2027	2028
Crediti commerciali	128.507	170.578	203.425	287.671	354.795	427.397
(Debiti commerciali)	(73.781)	(89.253)	(93.495)	(94.339)	(98.272)	(104.122)
Rimanenze merci, semilavorati e finiti	48.174	50.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Altre attività/(passività) a breve	8.576	(20.054)	(65.658)	(65.658)	(65.658)	(65.658)
IRES -IRAP		(46.632)	(42.343)	(48.331)	(61.384)	(69.703)
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO</b>	<b>111.476</b>	<b>64.639</b>	<b>76.928</b>	<b>154.343</b>	<b>204.480</b>	<b>262.915</b>
Imm.ni Finanziarie	9.911	9.911	9.911	9.911	9.911	9.911
Imm.ni Materiali	7.838	22.838	818.838	838.838	858.838	878.838
(F.do ammortamento)		(1.875)	(51.517)	(135.992)	(222.967)	(312.442)
Imm.ni immateriali		0	25.780	25.780	25.780	25.780
(F.do ammortamento)	0	0	(5.156)	(10.312)	(15.468)	(20.624)
(F.do TFR)	(10.651)	(42.510)	(515.385)	(564.452)	(614.745)	(666.296)
(F.do RIschi)		(7.750)	(16.000)	(24.750)	(34.000)	(43.750)
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>118.573</b>	<b>45.252</b>	<b>343.399</b>	<b>293.366</b>	<b>211.828</b>	<b>134.331</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>123.768</b>	<b>214.558</b>	<b>364.777</b>	<b>419.206</b>	<b>505.140</b>	<b>610.285</b>
Capitale Sociale e Riserve	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Utili Es Precedenti	7.799	7.799	63.681	104.777	159.206	245.140
Risultato D'Esercizio	(34.909)	55.882	41.096	54.429	85.934	105.145
Soci c/ Futuro aumento C.S.	<b>140.877</b>	<b>140.877</b>	<b>250.000</b>	<b>250.000</b>	<b>250.000</b>	<b>250.000</b>
Disponibilità liquide	5.196	169.307	121.379	225.840	393.312	575.953
Debiti Finanziari a Breve			(100.000)	(100.000)	(100.000)	(100.000)
Debiti finanziari a M/L Termine						
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>5.196</b>	<b>169.307</b>	<b>21.379</b>	<b>125.840</b>	<b>293.312</b>	<b>475.953</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>(118.572)</b>	<b>(45.251)</b>	<b>(343.398)</b>	<b>(293.366)</b>	<b>(211.828)</b>	<b>(134.332)</b>

Fonte: Conceria Kara Leather S.r.l.

Con riferimento all'andamento patrimoniale prospettico nel periodo coperto dal piano si tenga presente che:

- l'aggregato delle poste qualificabile come capitale circolante netto passa da circa Euro 65 mila nel 2024 a circa Euro 263 mila nel 2028;
- il totale delle immobilizzazioni finanziarie rimane stabile nel periodo coperto da piano e pari a circa Euro 10 mila;

- il totale delle immobilizzazioni materiali passa da circa Euro 23 mila nel 2024 a circa Euro 879 mila nel 2028. A questo proposito si tenga presente del fatto che il suddetto piano simula l'acquisizione delle attività oggetto di locazione al termine del periodo di affitto. Per il momento le attività oggetto di acquisizione sono state allocate tutte ad attività materiali;
- il fondo TFR passa da circa Euro 43 mila nel 2024 a circa Euro 666 mila nel 2028;
- il capitale investito netto passa da circa Euro 45 mila nel 2024 a circa Euro 134 mila nel 2028;
- il patrimonio netto passa da circa Euro 215 mila nel 2024 a circa Euro 610 mila nel 2028. Nel corso del 2025 è prevista un'immissione di capitale pari a circa Euro 109 mila;
- la posizione finanziaria netta nel periodo coperto dal piano è sempre negativa <sup>(39)</sup>. La stessa passa da circa Euro -169 mila nel 2024 a circa Euro 476 mila nel 2028.

**Tabella 13:** Rendiconto finanziario

<b>RENDICONTO FINANZIARIO</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>(DEBITO)/CREDITO FINANZIARIO INIZIALE</b>	<b>11.581</b>	<b>169.306</b>	<b>21.378</b>	<b>125.840</b>	<b>293.311</b>
Margine operativo lordo (EBITDA)	115.761	154.842	209.262	256.821	287.350
+ Variazione TFR e F. do Rischi Futuri	42.510	43.573	49.067	50.293	51.551
- Imposte effettive	(46.632)	(42.343)	(48.331)	(61.384)	(69.703)
<b>Flusso di circolante della gestione caratteristica</b>	<b>111.639</b>	<b>156.072</b>	<b>209.998</b>	<b>245.730</b>	<b>269.198</b>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(3.622)	(8.355)	(8.122)	(8.122)	(8.122)
Proventi ed (Oneri) Straordinari	0	0	0	0	0
<b>Variazione Capitale Circolante Netto</b>	<b>(25.495)</b>	<b>(12.290)</b>	<b>(77.415)</b>	<b>(50.137)</b>	<b>(58.435)</b>
<b>Flusso di circolante della gestione operativa</b>	<b>82.522</b>	<b>135.427</b>	<b>124.461</b>	<b>187.471</b>	<b>202.642</b>
CS	107.951	109.123	0		
Investimenti	(32.748)	(392.478)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Partecipazioni			0	0	0
<b>Cash Flow operativo (FCF)</b>	<b>157.725</b>	<b>(147.928)</b>	<b>104.461</b>	<b>167.471</b>	<b>182.642</b>
<b>(DEBITO)/CREDITO FINANZIARIO FINALE</b>	<b>169.306</b>	<b>21.378</b>	<b>125.840</b>	<b>293.311</b>	<b>475.953</b>
Disp. Bancaria					
<b>CASH FLOW chk</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>

<sup>39</sup> Le attività finanziarie (e poste alle stesse assimilabili) eccedono le passività finanziarie (e poste alle stesse assimilabili).

Fonte: Conceria Kara Leather S.r.l.

Con riguardo all'evoluzione finanziaria nel periodo coperto dal piano si tenga presente che:

- il flusso di circolante della gestione caratteristica passa da circa Euro 112 mila nel 2024 a circa Euro 269 mila nel 2028;
- il flusso di circolante della gestione operativa passa da circa Euro 83 mila nel 2024 a circa Euro 203 mila nel 2028;
- il cash flow operativo passa da circa Euro 158 mila nel 2024 a circa Euro 183 mila nel 2028.

## 7. Configurazioni di valore.

### 7.1. Premessa.

Un aspetto preliminare che deve precedere qualsiasi stima del valore di capitale di un'azienda, è precisare e chiarire quale sia la definizione di “valore” cui si fa riferimento (cd. “livello di valore” della stima).

A tale scopo è oramai ampiamente condiviso, da tutti coloro che si occupano a vario titolo di valutazione dell'azienda, che sia necessario distinguere le seguenti definizioni di “valore”<sup>(40)</sup>:

- valore soggettivo (“di acquisizione” o “di cessione”), inteso come il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione (o di “cessione”) per una specifica parte. Tale definizione fa riferimento a un concetto di valore potenziale determinabile solo sulla base delle aspettative e delle considerazioni di un determinato soggetto. Esso, quindi, ha significato solo relativamente a quel “soggetto” e quindi non può avere una validità generale;
- valore generale, inteso come il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni. Tale figura del valore del capitale è concetto ben noto sia nella realtà europea sia in quella statunitense. Nella realtà italiana esso è definibile come “valore di capitale economico”, mentre in quella statunitense esso è definito come “*intrinsic value*” o “*fair market value*” inteso come “*the price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts*”<sup>(41)</sup>;

---

<sup>40</sup> Si veda: Commissione Università Bocconi di Milano, Assirevi, Borsa Valori di Milano CNDC, “Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie”, EGEA, Milano, 1989, pag. 3.

<sup>41</sup> Si veda *Internal Revenue Code*: IRS, Revenue Ruling 59-60, § 2.02 ; del medesimo tenore: American Society of Appraisers, Business Valuation Standards, 2002: “*Fair Market Value - the price, expressed in*

- il prezzo, infine, che inevitabilmente riflette fenomeni di carattere contingente, in relazione alle condizioni espresse, in un determinato momento, in un determinato mercato, dal vario comporsi della domanda e dell'offerta e dalle motivazioni di specifiche parti interessate all'acquisizione.

Quando non altrimenti specificato, oggetto della stima è il “valore generale”. In tal caso, l'esperto deve fare riferimento alle condizioni in essere della gestione dell'azienda e trascurare l'effetto di eventuali interventi attuabili sulla base di specifici piani strategici o da specifici acquirenti.

In particolare tale definizione di valore è la sola utilizzabile qualora si voglia determinare un valore “normale”, “equo” e ragionevole, alla data di riferimento, per l'intero capitale (“patrimonio sociale”) di un'azienda.

Come detto, inoltre, il concetto di capitale economico fa riferimento al “valore generale” dell'impresa, inteso come quel valore che in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, tralasciando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni.

Il concetto di capitale economico corrisponde quindi ad una misura di valore del capitale dell'impresa, intesa come investimento unitario, condotta cercando di soddisfare e combinare al meglio le seguenti caratteristiche:

- di razionalità, nel senso che essa deve derivare da un processo logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile; ciò significa la traduzione in una formula valutativa dotata di tali caratteristiche;
- di dimostrabilità, nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- di neutralità, nel senso di escludere scelte meramente soggettive e arbitrarietà immotivate;
- in qualche caso, di stabilità, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

---

*terms of cash equivalents, at which property would change hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arm's length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.”*



Tale definizione di capitale economico influenza, d'altra parte, le metodologie utilizzabili nella sua determinazione.

Il metodo reddituale, ad esempio, solo se applicato facendo riferimento a flussi attesi di cui sia facilmente ed agevolmente dimostrabile la raggiungibilità risulta utilizzabile nella stima del valore di capitale economico.

Nella sua applicazione è quindi necessario fare riferimento ad una capacità reddituale già acquisita o di probabile raggiungimento nel breve termine, escludendo attese ed ipotesi remote e insicure di evoluzione di tale capacità nel medio lungo termine.

Questa distinzione consente di contrapporre ad un concetto di valore odierno del capitale economico (identificato con  $W$ ) il suo valore potenziale (identificato con  $\overline{W}$ ), legato ad obiettivi il cui raggiungimento è solo possibile.

I metodi cosiddetti finanziari, ad esempio, in quanto basati su stime, ipotesi e proiezioni difficilmente dimostrabili, generalmente portano a quantificare valori potenziali. Medesimo discorso può essere condotto per i metodi reddituali quando facciano riferimento a stime di flussi a lungo termine ( $R$  previsto anno per anno fino all' $n^{\circ}$  anno, con  $n$  molto elevato;  $R/i$  con  $R$  proiettato a lungo termine e per nulla legato all'attualità, ecc.).

E' appena il caso di dire che tra valori di capitale economico e valori potenziali possono intercorrere sostanziali differenze.

Per quanto riguarda il metodo patrimoniale, così come ben evidenziato dalla dottrina europea, italiana e tedesca in particolare, preso in se stesso, non può mai considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di un'impresa. Esso infatti prescinde dalla considerazione della capacità dell'impresa di produrre flussi di reddito cui il valore di capitale economico è indissolubilmente legato.

Esso, tuttavia, può diventare significativo qualora oggetto della stima siano società "contenitori" ("veicoli societari") che non svolgono alcuna attività autonoma, se non quella di detenere particolari tipologie di attività aziendali.

E' questo il caso delle holding "pure" (di partecipazione o immobiliari). In tal caso il metodo patrimoniale risulta appropriato nella determinazione del valore del capitale economico; il problema di una appropriata scelta valutativa, nell'ottica di determinazione di un valore di capitale economico o "potenziale", si sposta tuttavia

sulla determinazione del valore corrente attribuibile alle “attività” detenute dal “veicolo societario”.

Per quanto riguarda infine i metodi misti, patrimoniali-reddituali, essi sono utilizzabili nella determinazione del valore di capitale economico solo sotto determinate condizioni. Come noto, infatti, i suddetti metodi sono la sintesi di valori stock (patrimoniali) e di valori flusso (reddituali) che possono essere utilizzati solo a condizione che la componente reddituale sia quantificata in modo da rendere irrilevanti le incongruenze e i limiti impliciti nella stima patrimoniale.

I valori patrimoniali, in altri termini, quando si voglia determinare il valore di capitale economico, devono essere considerati esclusivamente come un punto di partenza (si parla infatti oramai di “informazione patrimoniale”), che deve essere in ogni caso sottoposta a una “verifica reddituale”. Il valore di capitale economico, infatti, trova giustificazione in rapporto alla capacità di reddito dell’impresa rispetto alla quale i valori patrimoniali risultano, per certi versi, subordinati.

Tale verifica può confermare i valori espressi dalla stima patrimoniale ma può anche rettificarli pesantemente soprattutto quando l’impresa dimostri una capacità reddituale superiore (o inferiore) alla norma, destinata a durare per lunghi periodi di tempo.

Sulla base di tali considerazioni, oramai acquisite sia da un punto di vista teorico che operativo, deriva la tendenza degli ultimi anni, sia nei Paesi europei che nella realtà statunitense, al progressivo ampliamento del periodo di tempo della correzione reddituale che può considerare periodi ben superiori al decennio (15 – 20 anni).

Un ulteriore aspetto che merita di essere attentamente considerato attiene alla data di riferimento della presente stima.

Da un punto di vista metodologico, l’identificazione della data di riferimento della stima non consente solo d’identificare il “momento” ( $t=0$ ) cui la valutazione è riferita ma anche, e soprattutto, costituisce un limite temporale alle informazioni utilizzabili nella relazione di stima.

Infatti, nello svolgimento di una valutazione, se si fa riferimento ad una data ormai lontana nel tempo, per quanto possibile, devono essere utilizzate solo le informazioni disponibili a tale data e si deve prescindere, quindi, da eventi o informazioni successivi alla stessa. D’altro canto, ovviamente, non è possibile prescindere da informazioni e/o eventi di tipo “straordinario” che possono aver compromesso, o messo in serio dubbio,

la sopravvivenza stessa dell'azienda o hanno comportato un radicale cambiamento delle sue prospettive future.

Come per tutte le valutazioni riferite ad una data ormai lontana nel tempo, quindi, nella presente relazione di stima, ai fini della valutazione, sono stati assunti:

- nell'aspetto dei valori patrimoniali, le informazioni disponibili alla data di riferimento;
- nell'aspetto dei "flussi" di risultato, le dimensioni prevedibili alla data di riferimento;
- nell'aspetto della fiscalità, la normativa all'epoca vigente.

## **7.2. Il valore intrinseco.**

In base ai Principi Italiani di Valutazione 2015, *«Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.»* (42).

Ciò detto, secondo i suddetti principi, *«Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.*

*Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda (o del bene oggetto di valutazione) nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc.). Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda o del bene. Il valore intrinseco esprime un valore "as is".*

*Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti*

---

<sup>42</sup> Paragrafo I.6.8.

*in cui l'impresa si è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente.*

*In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale), il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. Il valore intrinseco è normalmente il riferimento degli information trader e degli investitori con orizzonte di investimento di lungo termine (c.d. capitale paziente). In presenza di asimmetrie informative, di turbamenti e di spinte non razionali di mercato (sperimentate più volte nel recente passato, anche per periodi estesi), i prezzi – e dunque i valori di mercato – possono scostarsi in misura anche rilevante dai valori intrinseci; possono, cioè, non essere coerenti con i “fondamentali” noti all'esperto o al mercato nel suo insieme. La prima circostanza può verificarsi, ad esempio, quando l'esperto è a conoscenza di un piano, di sviluppo o di ristrutturazione, non ancora noto nei dettagli al mercato (e che dunque non può essere scontato nei prezzi di mercato). La seconda circostanza può verificarsi, quando il mercato per qualsiasi motivo non è in grado di operare in modo ordinato e razionale.*

*Il valore intrinseco non include premi o sconti, in quanto normalmente esprime il valore recuperabile per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici (è un valore recuperabile attraverso l'uso dell'attività non attraverso la sua cessione). Il valore intrinseco non è un valore di scambio alla data di riferimento della valutazione.»<sup>(43)</sup>.*

### **7.3. Il valore normale di mercato.**

*In base ai Principi Italiani di Valutazione 2015, «Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali.»<sup>(44)</sup>. Ciò detto, secondo i suddetti principi, «Vi sono situazioni particolari di mercato nelle quali i prezzi esprimono valori irragionevolmente elevati (irrational exuberance) o ingiustificatamente depressi a causa rispettivamente di bolle*

---

<sup>43</sup> Commento al paragrafo I.6.8.

<sup>44</sup> Paragrafo I.6.12.

*speculative e di depressioni di mercato (generalmente conseguenti allo scoppio di bolle speculative). Il valore normale di mercato è una stima del valore che si formerebbe sul mercato qualora si normalizzassero le condizioni.*

*Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco in quanto assume la prospettiva del massimo e miglior uso (highest and best use) dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti, mentre il valore intrinseco assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività, non necessariamente esprime l'highest and best use e non considera premi e sconti.*

*Il valore normale di mercato coincide con il valore di mercato corrente alla data della valutazione quando il mercato di riferimento dell'attività esprime valori normali, ovvero quando sono assenti fattori esogeni di natura straordinaria (ad esempio una straordinaria quantità di liquidità sul mercato che può indurre un asset price inflation).»<sup>(45)</sup>.*

#### **7.4. Il valore di liquidazione.**

Assumendo un punto di vista astratto, il valore di liquidazione di una società rappresenta lo scenario in cui la stessa cessi subito la propria attività e provveda allo smobilizzo in blocco o per parti o a stralcio delle attività, al realizzo dei crediti e al soddisfacimento delle passività; ciò che residua rappresenta il valore di liquidazione dell'azienda nonché la grandezza limite del capitale al di sotto della quale non è possibile scendere.

Per quanto qui interessa si deve prescindere dai vincoli societari in forza dei quali la scelta di liquidare il business può essere oggetto di dibattito.

Ciò detto, dal punto di vista generale, il valore di liquidazione si scinde in:

- liquidazione cd. «ordinata»: è un valore di smobilizzo, ossia un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie (non si è obbligati a vendere). Il valore di liquidazione, rappresenta il valore realizzabile dalla cessione, in un orizzonte temporale ragionevole, dei beni che compongono il complesso aziendale, dedotte, se del caso, le passività;

---

<sup>45</sup> Paragrafo I.6.12.

- liquidazione cd. «forzata»: è un valore di smobilizzo con tempi di cessione ristretti, tali da non consentire un'adeguata commercializzazione. In altri termini, si vende senza che tutti i partecipanti al mercato siano informati sul fatto che l'attività è in vendita. In questo caso il venditore è obbligato a vendere e dunque risente di una debolezza contrattuale. Solitamente il prezzo si forma tramite asta nelle quali emergono gli sconti rispetto alle vendite che si verificano sul libero mercato. La liquidazione cd. «forzata» delle attività rientra nelle possibilità di un'impresa in crisi.

Dal momento in cui si necessita di definire il valore di liquidazione di un'entità, i realizzi degli asset (o dell'intera società) non debbono dunque essere necessariamente affrettati (nei limiti in cui ciò è consentito dalle esigenze di pagamento dei debiti), ma possono essere distribuiti nel tempo avendo per obiettivo la realizzazione del massimo risultato. La stima del valore di liquidazione di un business, deve per necessità tenere conto di oneri aggiuntivi quali, ad esempio:

- le perdite di gestione derivanti dalla necessaria continuazione, in volumi ridotti e spesso decrescenti, dell'attività produttiva, sia per il completamento di commesse sia per avviare a componimento graduale e non traumatico i problemi di occupazione;
- oneri di liquidazione del personale e contributi per agevolare l'esodo del personale da dismettere;
- costi propri dell'attività liquidatoria.

Stante quanto detto, la stima del valore di liquidazione comporta le seguenti fasi:

- preparazione dello stato patrimoniale alla data di liquidazione (o alla data più ravvicinata possibile);
- revisione dello stato patrimoniale, per un eventuale completamento e aggiornamento attinente sia alle attività (anche immateriali, se del caso) sia alle passività;
- stima dei proventi lordi derivanti dalla liquidazione dell'attivo; se del caso, con l'ausilio di esperti in valutazione di specifici beni, compresi tra questi gli intangibili specifici che risultano cedibili a terzi (marchi, brevetti, progetti di ricerca e sviluppo, ecc.);

- stima dei costi diretti (commissioni di vendita, ecc.) e indiretti (spese legali e altri oneri professionali, ecc.);
- stima degli utili o delle perdite afferenti alle operazioni svolte nel periodo di liquidazione;
- stima del valore di liquidazione di tutte le passività. Nell'ipotesi più semplice, ciò significa la considerazione del valore nominale del debito.

Sulla base del tipo di business e della società oggetto, uno degli aspetti veramente più complicati della stima dei valori di liquidazione delle aziende, consiste nell'analisi che si necessita di effettuare al fine di misurare i valori delle attività non iscritte in bilancio. Difatti, a questo proposito, nelle maglie della contabilità non sempre assumono rilevanza tutti gli elementi patrimoniali di cui si avvale una società nell'esercizio della propria attività d'impresa. Ovviamente quanto detto è strettamente collegato al tipo di società e al modello di business a cui la stessa risponde, ma non è un caso che nella stima del valore di liquidazione di una società emergano asset, specialmente aventi natura intangibile, di cui la stessa dispone nonché cedibili ad un soggetto terzo ad un prezzo *mark to market*.

Un aspetto che rileva a questi fini è il fatto che il valore di liquidazione corrisponde, in qualsiasi caso, ad un valore di smobilizzo; in altri termini, i valori di liquidazione corrispondono a stime *point in time* e muovono da valori di mercato (o *fair value*) osservabili ma che tengono conto di taluni accorgimenti. Stante quanto detto, dal punto di vista generale, una liquidazione:

- “ordinata” fa emergere il prezzo fattibile tenuto conto del fatto che l'attività non garantisce il rendimento richiesto dall'attuale proprietario. In altri termini non consiste in un normale processo di vendita visto che il partecipante al mercato conosce e tiene conto della volontà di voler dismettere l'attività; dunque il mercato già sconta il fatto che l'attuale proprietario vuole dismettere l'attività. Partendo da questo presupposto, nonostante non si sia obbligati a vendere l'attività in blocco, o per parti, l'acquirente non riconoscerà nel prezzo il suo massimo e miglior uso. Dunque, mentre nella stima di un prezzo *mark to market* si fa riferimento al massimo e miglior uso dell'attività da parte del generico partecipante al mercato, nella stima del valore di liquidazione “ordinata” questa fattispecie non si verifica;

- “forzata” fa emergere un valore di smobilizzo con tempi di cessione ristretti tali da non consentire un’adeguata commercializzazione. Questo accade anche nella cd. *quick sale*, ossia nelle liquidazioni accelerate (<sup>46</sup>). In casi come questi il venditore è obbligato a vendere e risente dunque di una debolezza contrattuale che si necessita di considerare. In questi casi, qualora la vendita avvenga tramite asta, il perno non è il valore di mercato a cui si sconta tempo di commercializzazione e condizioni di massimo e miglior uso, ma il valore intrinseco dell’attività che, tramite il meccanismo d’asta, diverrà il prezzo per lo specifico partecipante.

Il valore di liquidazione di un’entità rappresenta il limite al di sotto del quale il valore ascrivibile al capitale economico non può scendere. Quanto detto è facilmente comprensibile tenendo conto della valutazione di capitale di una società in perdita sistematica dalla quale emerge *badwill* e il cui valore di liquidazione riflette in uno dei valori “scudo” al di sotto del quale non è possibile scendere (<sup>47</sup>).

La misura del *badwill* rappresenta quella diminuzione di valore applicata al valore patrimoniale dell’entità in perdita al fine di definire il suo valore economico e si compone di due principali elementi, ossia:

- le perdite attese per il futuro;
- la perdita di remunerazione del capitale investito.

È difatti intuitivo di come sia le perdite attese che la mancata remunerazione futura del capitale investito rivestano ruoli incisivi sul valore patrimoniale dell’istituto.

Si tenga peraltro in considerazione la formula a seguire:

$$W_M = W_p - \text{Badwill}$$

A questo proposito, al fine di ottenere la misura attinente al *badwill*, rilevano:

- il valore patrimoniale di partenza;
- il lasso temporale coperto dalle perdite;

---

<sup>46</sup> Caso tipicamente affrontato da un’impresa in ristrutturazione la quale, per necessità di cassa, deve vendere un asset più liquidabile seguendo un processo rapido.

<sup>47</sup> Si veda: “*Valore di liquidazione, circostanze utili e limiti*”, Marco Volante, Bilancio e NFR N. 2/2022, Sole 24ORE; “*Avviamento. Valutazione e problematiche fiscali del goodwill*”, Marco Volante, Marco Piazza, Maurizio Nastri, Federico Guatri, 2020, Sole 24ORE; “*Il modello del “Badwill implicito” per la stima di apporti d’azienda in perdita*”, Luigi Guatri, La Valutazione delle Aziende, n. 38/2005.



- il tasso di attualizzazione (<sup>48</sup>).

Il valore patrimoniale da considerare riflette nel patrimonio netto a valori solo parzialmente correnti; difatti, poiché i fini della stima convergono con la quantificazione della diminuzione patrimoniale di un'entità in perdita sistematica, la misura attribuibile al valore patrimoniale dovrebbe non tenere conto delle rivalutazioni di asset non soggetti ad ammortamento al fine di evitare sovrastime. Inoltre, a questi fini, potrebbe apparire scelta priva di logica tenere conto di  $K'$ , ossia del capitale netto rettificato in funzione della presenza di intangibili specifici; ciò in quanto, qualora l'azienda in questione riversasse in condizioni di perdita sistematica, l'eventuale iscrizione di intangibili specifici a patrimonio non sarebbe supportata dalle verifiche reddituali necessarie.

Il lasso temporale che giova rispettare a questi fini è di norma rappresentato dall'orizzonte in cui ci siano solide convinzioni da parte dell'entità di rilevare perdite future; non si pongono quindi limiti temporali. A questo proposito la stima delle perdite dovrebbe, almeno in teoria, essere spinta al massimo almeno fino a quando venga ritenuto valido il manifestarsi delle stesse.

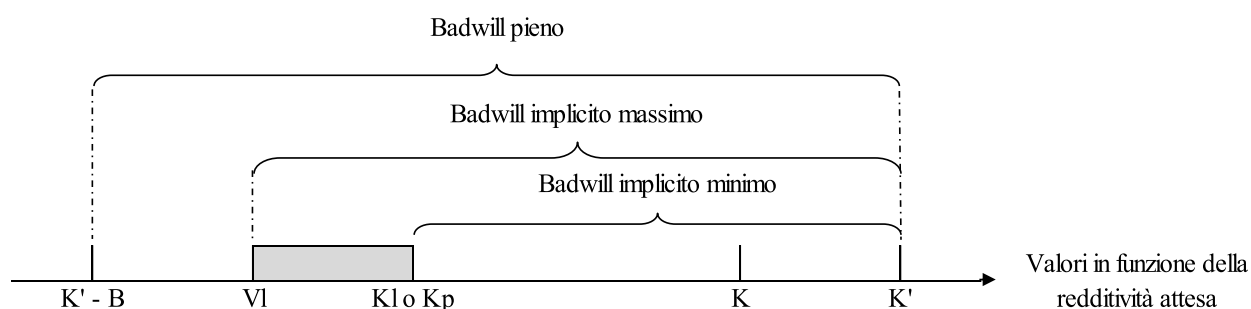
Il metodo misto patrimoniale reddituale assume rilevanza in casi come questi; soprattutto qualora l'oggetto della stima sia il badwill implicito di un'entità oggetto di conferimento che persegue da tempo perdite senza dare segnali eventuali di ripresa. Difatti, in questi casi, una buona parte delle tecniche valutative assolute (così come i multipli) perdono inevitabilmente di ragionevolezza. Basti difatti pensare all'adozione di un metodo finanziario la cui applicazione assume incertezza più stringente della norma visto e considerato il totale affidamento riposto in quei flussi di risultato lontani nel tempo.

Nella misurazione di capitale economico seguendo una logica che definisce le perdite attese a rettifica di un patrimonio netto espresso a valori correnti, si percepisce in che misura il valore di liquidazione funga da "limite" ad un badwill definibile "pieno", funzione dei redditi negativi attesi attualizzati. Si rimanda a questo proposito a quanto esposto all'interno della figura 14.

---

<sup>48</sup> Il tasso di sconto mira a rilevare il valore attuale delle perdite future previste; poiché non si sta attualizzando un flusso di cassa (con tutti i rischi che ne conseguono) si conviene che l'unico rischio che rileva a questi fini è il price of time riflesso nel mero tasso risk free.

**Figura 14:** l'incidenza del badwill sul capitale netto rettificato



Dove:

$K'$ : patrimonio netto rettificato a valori correnti nel quale rilevano gli intangibili detenuti;

$K$ : patrimonio netto contabile;

$B$ : badwill;

$VI$ : valore di liquidazione;

$Kl$ : valore di realizzo autonomo (<sup>49</sup>);

$Kp$ : prezzo negoziato (<sup>50</sup>).

In ragione di quanto esposto nella figura 9 si perviene ai confini oltre i quali la misura di badwill pieno non può sconfinare tenendo peraltro conto di un patrimonio netto rettificato in funzione anche dei valori attribuiti agli intangibili detenuti dall'entità.

<sup>49</sup> Qualora si prendesse come riferimento il valore di realizzo autonomo ( $Kl$ ), si starebbe considerando l'entità come un'organizzazione suddivisa in classi di valore autonomamente cedibili sul mercato. In questo caso risulterà necessario realizzare i valori autonomi nel breve al fine di evitare che vengano afflitti da processi di deterioramento tipicamente diffusi.

<sup>50</sup> Il prezzo negoziato ( $Kp$ ) è riflesso della volontà predisposta da soggetti a pagare un certo prezzo per il capitale.

## **8. Premesse di metodo.**

### **8.1. I metodi di valutazione delle aziende.**

La varietà delle metodologie di stima (escludendo le semplici regole empiriche) può essere ricondotta a quattro fondamentali approcci:

- l'approccio patrimoniale
- l'approccio basato sui flussi di risultato;
- l'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali;
- l'approccio di mercato (o delle transazioni simili).

#### L'approccio patrimoniale

L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Elemento distintivo fondamentale, nell'ambito della famiglia dei metodi patrimoniali, è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, vale a dire l'insieme di intangibles riferibili al marketing e alle relazioni con la clientela, alle tecnologie, alle risorse umane.

In particolare si distinguono nell'ambito dell'approccio patrimoniale:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali;
- i metodi patrimoniali complessi, che comportano la valorizzazione specifica dei beni immateriali. All'interno di questa categoria di metodi si suole distinguere tra i c.d. "metodi analitici", nell'ambito dei quali la valutazione dei beni immateriali viene condotta per il tramite di criteri analitici di stima, e i c.d. "metodi empirici", nell'ambito dei quali la valorizzazione dei beni immateriali avviene sulla base di parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori.

#### L'approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio basato sui flussi di risultato presuppone il convincimento che un'azienda vale per i "frutti", cioè i risultati economici, che è in grado di generare. Esso quindi

afferma l'esistenza di un nesso causale tra risultati economici aziendali e valore d'impresa.

In particolare, i metodi di valutazione riconducibili all'approccio basato sui flussi di risultato raffigurano il valore del capitale d'azienda in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende di poter da essa ritrarre. Il loro funzionamento si può descrivere come un'operazione di "conversione" di un flusso di risultati incerti coglibili lungo un determinato orizzonte temporale nel valore certo a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tale flusso nel futuro.

I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono di tre caratteristiche distintive:

- si incentrano sulla identificazione di "figure" di risultato economico idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
- si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;
- richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione / sconto.

I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono in massima misura dell'attributo della "razionalità" poiché rispettano i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di qualsiasi attività reale e finanziaria è funzione:

- della dimensione dei flussi di risultato attesi;
- della distribuzione nel tempo dei flussi attesi;
- del valore d'uso dei mezzi finanziari, espresso dal rendimento offerto da impieghi alternativi a parità di rischio.

Appartengono all'approccio basato sui flussi di risultato due principali famiglie di metodi:

1. i metodi finanziari, i quali individuano nei flussi di cassa liquidi e prelevabili la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore;
2. i metodi reddituali, i quali individuano nel reddito la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore.

### L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali stima il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- e il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (o negativo), goodwill (o badwill), pari al valore attuale del flusso di sovraprofitto (sottoprofitto) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali dunque si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del management di ritrarne saggi di remunerazione superiori al "normale".

### L'approccio di mercato

L'approccio di mercato concepisce il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. multipli, ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento (c.d. guidelines companies) al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

Appartengono all'approccio di mercato due principali metodi:

- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo delle transazioni simili o comparabili.

## **8.2. Il metodo finanziario.**

I metodi finanziari stimano il valore del capitale di un'azienda in base all'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, che ci si aspetta che essa sarà in grado di generare in futuro.

La formula valutativa, generalmente utilizzabile, è la seguente:

$$V_0 = \sum_{s=1}^n \frac{FC_s}{(1+i)^s} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

dove:

- $V_0$  = Valore del capitale aziendale alla data di riferimento della stima (0);  
 $FC_s$  = Flusso di cassa, monetariamente ottenibile al momento  $s$ ;  
 $n$  = Numero di periodi di previsione analitica dei flussi di cassa futuri;  
 $V_f$  = Valore finale dell'impresa dopo il periodo di previsione analitica;  
 $i$  = Tasso di attualizzazione.

Il metodo, peraltro, può applicato secondo diversi approcci.

Tali approcci differiscono in funzione della considerazione della struttura finanziaria dell'impresa, che influisce:

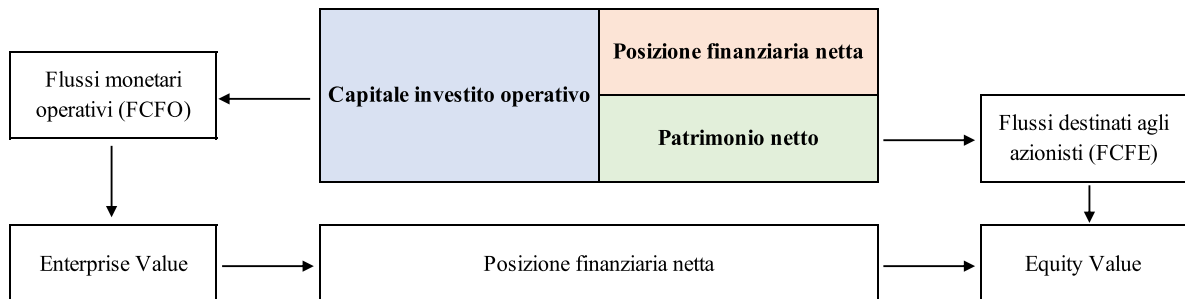
- 1) sulla definizione dei flussi finanziari oggetto di attualizzazione;
- 2) sulla definizione del tasso di attualizzazione.

Una prima distinzione nell'applicazione dei metodi finanziari riguarda la scelta di procedere alla determinazione diretta del valore economico del patrimonio netto dell'impresa (*equity side approach*), considerando analiticamente la dinamica finanziaria dell'impresa, o alla preventiva valorizzazione del valore economico complessivo del totale del capitale investito nell'impresa (*Enterprise Value*), presupponendo l'assenza di indebitamento dell'impresa, e quindi considerare l'effetto sul valore dell'impresa derivante da una specifica struttura finanziaria (*Assets Side Approach*). In tal caso, al fine di determinare il valore del solo patrimonio netto, l'EV, ottenuto dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, dovrà essere sommato al valore della posizione finanziaria netta alla data della stima.

L'approccio *assets side*, inoltre, può essere applicato, considerando l'effetto sul valore dell'impresa derivante da una specifica struttura finanziaria o nella determinazione del tasso di attualizzazione (*Wacc Approach*) o mediante un'analitica determinazione (*Adjusted Present Value Approach*).

La diversa configurazione di flusso legata all'approccio *equity* piuttosto che *asset side* è espressa all'interno della figura di cui sotto.

**Figura 15:** Prospettiva asset side vs prospettiva equity side



### 8.2.1. Variante equity side.

Nel caso di adozione di un approccio *equity side* la formula valutativa è la seguente:

$$V_0 = \sum_{s=1}^n \frac{FCFE_s}{(1+i_e)^s} + \frac{V_f}{(1+i_e)^n}$$

dove:

- $V_0$  = Valore del capitale proprio aziendale alla data di riferimento della stima (0);
- $FCFE_s$  = *Free Cash Flow to Equity*, flusso di cassa disponibile per l'azionista, monetariamente ottenibile al momento  $s$ ;
- $n$  = Numero di periodi di previsione analitica dei flussi di cassa futuri;
- $V_f$  = Valore finale dell'impresa dopo il periodo di previsione analitica;
- $i_e$  = Costo del capitale proprio.

In base a tale approccio il valore economico del patrimonio netto, è determinato sulla base dei flussi di cassa differenziali netti che un generico investitore può attendersi dall'investimento nel capitale di rischio aziendale.

L'approccio utilizza la definizione di flusso di cassa disponibile per l'azionista, vale a dire, quel flusso di cassa che residua una volta soddisfatte tutte le obbligazioni finanziarie, inclusi eventuali rimborsi dei finanziamenti, dopo la copertura dei

fabbisogni di investimento in capitale fisso e circolante e al netto delle obbligazioni tributarie.

I flussi finanziari disponibili sono originati dal reddito prospettico da cui si ricava il flusso monetario operativo atteso, secondo la dinamica del capitale circolante e di quello fisso.

Tale valore è quindi espresso al netto degli oneri tributari, analiticamente determinati, del rimborso del debito e del pagamento di interessi, in quanto l'obiettivo è definire il flusso effettivamente prelevabile.

Pertanto la metodologia considera sia le entrate di struttura finanziaria, sia la remunerazione dei terzi creditori. La somma di tali flussi, opportunamente attualizzata, consente di pervenire direttamente alla stima dei mezzi propri.

In tale approccio, coerentemente alla definizione di flusso di cassa assunta, il tasso di attualizzazione è definito pari al solo costo del capitale proprio dell'impresa ( $K_e$ ).

Esso, usualmente, è determinato in base al modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo il quale:

$$K_e = r_f + \beta \times ERP$$

dove:

$R_f$  = rendimento di investimenti privi di rischio (*risk free*);

ERP = extrarendimento di lungo periodo del mercato azionario;

$\beta$  = coefficiente beta, misura della volatilità del rendimento dell'investimento considerato rispetto alla volatilità del rendimento del mercato

Per quanto riguarda infine la determinazione del Valore finale ( $V_f$ ), dopo il periodo di previsione analitica, esso è usualmente determinato in base a ipotesi semplificatrici, ipotizzando una crescita costante del flusso di risultato generato nell'ultimo anno di previsione analitica o opportunamente normalizzato o, più raramente, moltiplicatori di uscita.

La formula usualmente utilizzata è la seguente:



$$V_f = \frac{FCFE_n \times (1 + g)}{(i_e - g)}$$

dove con  $g$  (*growth*) indichiamo il tasso di crescita costante in perpetuo del flusso di cassa determinato nell'ultimo periodo di previsione analitica (o normalizzato).

### 8.2.2. Variante asset side.

Nel caso di adozione di un approccio *Assets Side*, la formula più spesso utilizzata della prassi è la seguente (cd. *Unlevered Discounted Cash Flow*, di seguito anche "UDCF"):

$$EV_0 = \sum_{s=1}^n \frac{FCFO_s}{(1 + Wacc)^s} + \frac{V_f}{(1 + Wacc)^n}$$

dove:

$EV_0$  = *Enterprise Value*, Valore del capitale operativo netto, alla data di riferimento della stima (0);

$FCFO_s$  = *Free Cash Flow from Operations*, flusso di cassa netto, generato dall'attività operative dell'impresa, monetariamente ottenibile al momento  $s$ ;

$n$  = Numero di periodi di previsione analitica dei flussi di cassa futuri;

$V_f$  = Valore finale dell'impresa dopo il periodo di previsione analitica;

$Wacc$  = Costo medio ponderato del capitale.

In tal caso il valore economico del capitale proprio aziendale, alla data di riferimento della stima, sarà determinabile nel modo seguente:

$$V_0 = EV_0 + PFN_0$$

dove:

- $V_0$  = Valore del capitale proprio aziendale alla data di riferimento della stima (0);
- $EV_0$  = *Enterprise Value*, valore del capitale operativo netto, alla data di riferimento della stima (0);
- PFN0 = Posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima. In particolare la posizione finanziaria netta sarà “negativa” se i debiti finanziari sono superiori alle attività finanziarie che concorrono alla sua determinazione; “positiva” nel caso opposto.

Per quanto riguarda la definizione delle variabili ricomprese nella formula valutativa considerata è opportuno precisare quanto segue.

In un approccio *assets side*, nella determinazione dei flussi di cassa si muove dall’assunto che l’impresa sia finanziata esclusivamente da capitale proprio.

In altri termini i flussi di cassa sono determinati prescindendo dalla struttura finanziaria dell’impresa, dalle sue variazioni, e dagli effetti derivanti dal pagamento delle remunerazioni finanziarie corrisposte a qualsiasi titolo.

La misura di flusso di cassa che ne deriva quantifica la remunerazione monetaria disponibile per tutti i finanziatori dell’impresa.

Il principale vantaggio di tale approccio, che giustifica il suo ampio utilizzo, deve essere ricercato proprio nella possibilità di non dover svolgere previsioni analitiche circa la dinamica e l’onerosità della struttura finanziaria dell’impresa.

Tale circostanza, da un lato, semplifica la valutazione soprattutto in situazioni in cui si prevede un’elevata variabilità della struttura finanziaria nel tempo, dall’altro, consente di porre maggiore attenzione alle scelte strategiche e operative assunte dall’impresa.

Date tali premesse, i flussi di cassa generati dall’impresa (FCFO) vengono usualmente definiti nel modo seguente:

$$FCFO_t = EBIT_t \times (1 - T_c) + A_t - CAPEX_t - \Delta NWC_t$$

dove:

FCFO = Flusso di cassa operativo netto per l’impresa nel periodo  $t$ ;

$EBIT_t$  = *Earning Before Interest and Taxes* (reddito operativo atteso per il periodo  $t$ );

$T_c$  = Aliquota d’imposta societaria sul reddito operativo;

$A_t$  = Ammortamenti di immobilizzazioni materiali e immateriali;  
 $CAPEX_t$  = Investimenti (al netto dei disinvestimenti) in immobilizzazioni aventi natura operativa con manifestazione monetaria nel periodo t;  
 $\Delta NWC_t$  = variazioni del capitale circolante netto commerciale avvenute nel periodo t.

Il tasso di attualizzazione, nell'approccio in esame, è determinato come costo medio ponderato del capitale investito ( $WACC - Weighted Average Cost of Capital$ ).

Esso rappresenta una media ponderata, in base ai valori di mercato delle diverse forme di finanziamento utilizzate dall'impresa, dei rendimenti attesi dai diversi investitori (sia a titolo di capitale proprio sia a titolo di capitale di terzi).

Da un punto di vista operativo esso è quantificato come la media ponderata del rendimento atteso (costo) delle diverse forme di finanziamento:

$$WACC = KeL \times \frac{E}{D + E} + Kd \times (1 - t_c) \times \frac{D}{D + E}$$

dove:

$KeL$  = costo del capitale proprio;

$Kd$  = costo del capitale di terzi;

$t_c$  = aliquota d'imposta societaria;

$E/(E+D)$  = peso percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito;

$D/(E+D)$  = peso percentuale del capitale di terzi sul totale del capitale investito.

In caso di un approccio *assets side*, infine, la determinazione del valore finale, avviene ipotizzando un andamento costante del flusso di cassa, determinato nell'ultimo anno di previsione analitica o opportunamente normalizzato o, più raramente, tramite l'applicazione di multipli in uscita.

Nel primo caso la formula generalmente utilizzata è la seguente

$$V_f = \frac{FCFO_n \times (1 + g)}{(Wacc - g)}$$

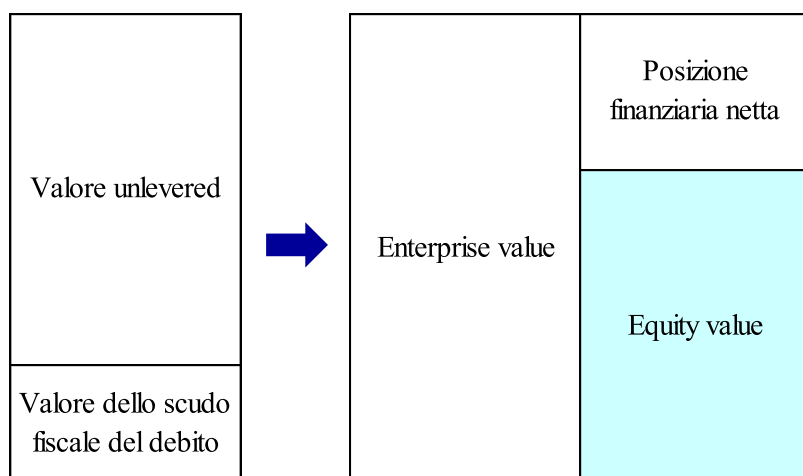
dove con  $g$  (*growth*) indichiamo il tasso di crescita costante in perpetuo del flusso di cassa determinato nell'ultimo periodo di previsione analitica o opportunamente normalizzato.

In base all'approccio noto come *Adjusted Present Value* (APV), il valore delle attività di un'impresa (*Enterprise value*) è dato dalla somma di due componenti:

- il valore unlevered, ossia il valore dell'impresa nell'ipotesi in cui quest'ultima sia finanziata esclusivamente con capitale di rischio;
- il valore dello scudo fiscale del debito, ossia dei benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari.

Il valore del capitale dell'impresa (Equity value) viene, quindi, calcolato, coerentemente con qualsiasi altro criterio di valutazione asset side, sottraendo dall'Enterprise value il valore della posizione finanziaria netta (nella quale, come si è detto, vanno ricomprese eventuali passività assimilabili a debiti finanziari) alla data della valutazione (Figura 16).

**Figura 16:** L'approccio Adjusted Present Value



Pertanto, in base all'Adjusted Present Value, il valore delle attività dell'impresa è pari a:

$$EV = W(U) + W_d$$

laddove, se si assume che i flussi siano costanti in perpetuo, abbiamo che:

$$W(U) = \frac{FCFO}{Ke(U)} \qquad W_d = \frac{D \times Kd \times t_c}{Kts}$$

I simboli impiegati nelle formule hanno il seguente significato:

W(U)	=	Valore unlevered;
W <sub>d</sub>	=	Valore dello scudo fiscale del debito;
FCFO	=	Flusso di cassa operativo netto;
Ke(U)	=	Costo del capitale di rischio unlevered;
D	=	Indebitamento finanziario;
Kd	=	Costo del capitale di debito;
t <sub>c</sub>	=	Aliquota fiscale;
Kts	=	Tasso di attualizzazione dei benefici fiscali del debito.

Il valore del capitale dell'impresa viene, quindi, calcolato, coerentemente con qualsiasi altro criterio di valutazione asset side, sottraendo dall'Enterprise value il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione.

## 9. Le analisi valutative.

Ai fini della definizione dell'impianto della stima va considerato, in particolare, quanto segue:

- stante quanto stipulato all'interno del contratto d'affitto Conceria Kara Leather S.r.l. (conduttore) al fine di rilevare l'insieme di attività concesse in locazione da parte di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo (concedente) si è impegnata «a presentare offerta irrevocabile d'acquisto, soggetto alla condizione dell'intervenuta omologa del concordato preventivo, per il corrispettivo di Euro 700.000,00»<sup>(51)</sup> <sup>(52)</sup>. Dunque, nell'ipotesi in cui non venisse approvata l'omologa del concordato preventivo la suddetta offerta d'acquisto non troverebbe esistenza;

<sup>51</sup> Contratto d'affitto d'azienda, pag. 11.

<sup>52</sup> Sottolineatura aggiunta.

- l'oggetto della stima corrisponde al valore normale di mercato di Conceria Kara Leather S.r.l. la quale corrisponde ad azienda detentrici, esclusivamente, delle attività concesse in locazione da Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo;
- sulla base di quanto comunicatoci, lo sviluppo di Conceria Kara Leather S.r.l. è strettamente correlato alla gestione della stessa da parte di Mirco Cara;
- il valore oggetto di stima è quantificato nel rispetto dell'ipotesi di continuità aziendale. A questo proposito il management di Conceria Kara Leather S.r.l. ci ha consegnato un business plan che riflette le linee strategiche che lo stesso intende adottare nel periodo 1° gennaio 2024 – 31 dicembre 2028 <sup>(53)</sup> <sup>(54)</sup>;
- il business plan prevede nel 2025 un aumento di capitale pari a circa Euro 109 mila qualificato come necessario per lo svolgimento dell'attività d'impresa;
- il business plan tiene conto dell'acquisto del complesso oggetto di locazione nel 2025 e dunque in via anticipata alla scadenza del contratto d'affitto;
- il valore base del complesso aziendale è stato stimato attraverso il modello finanziario (nella variante *asset side*) applicato secondo l'approccio *Adjusted Present Value* (APV). A questo proposito, a partire dal 2025, la società ha ipotizzato all'interno del business plan di accendere un prestito bancario a sostegno dell'attività d'impresa svolta;
- il valore di liquidazione delle attività concesse in locazione, sulla base di quanto comunicatoci, è stato quantificato in misura pari a circa Euro 229.955 <sup>(55)</sup>.

Ciò detto, nel caso specifico qui considerato, l'Enterprise value è pari alla somma di:

- valore unlevered dell'attività gestita dal complesso aziendale;
- valore dello scudo fiscale del debito, ossia dei benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari.

L'Equity value del complesso aziendale è stato, quindi, calcolato sottraendo dall'Enterprise value:

- il valore attuale dell'aumento di capitale previsto nel 2025;
- il valore della posizione finanziaria netta alla data della stima.

---

<sup>53</sup> Si veda quanto esposto all'interno del paragrafo 6 della presente relazione.

<sup>54</sup> Allegato 2.

<sup>55</sup> Allegato 4.

Pertanto, la formula adottata è la seguente:

$$W = \underbrace{[W(U) + W_d]}_{\text{Enterprise value}} - \text{a.c.} - \text{PFN}$$

I simboli impiegati nella formula hanno il seguente significato:

W	=	Valore del complesso aziendale;
W(U)	=	Valore unlevered dell'attività gestita dal complesso aziendale nell'ipotesi in cui quest'ultima sia finanziata esclusivamente con capitale di rischio;
W <sub>d</sub>	=	Valore dello scudo fiscale del debito;
a.c.	=	Valore attuale aumento di capitale previsto;
PFN	=	Posizione finanziaria netta.

### 9.1. Il valore unlevered.

Il valore unlevered dell'attività gestita dal complesso aziendale è pari alla somma di quanto segue:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti desumibili dal piano predisposto dal management di Conceria Kara Leather. S.r.l.;
- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti ottenibili in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica.

La formula adottata è la seguente:

$$W(U) = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + Ke(U))^t} + \frac{\overline{FCFO}}{(1 + Ke(U))^n}$$

I simboli impiegati nella formula hanno il seguente significato:

W(U)	=	Valore unlevered;
FCFO <sub>t</sub>	=	FCFO dedotto dai dati di piano;
$\overline{\text{FCFO}}$	=	Flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica;
Ke(U)	=	Costo del capitale di rischio unlevered ( <sup>56</sup> ).

Nella Tabella 17 è esposta la quantificazione delle imposte sul risultato operativo nel periodo di piano di Conceria Kara Leather S.r.l..

**Tabella 17:** le imposte sul risultato operativo

	<i>in Euro</i>	2024	2025	2026	2027	2028
a	Totale imposte da piano	46.632	42.343	48.331	61.384	69.703
b	Aliquota Ires	24%	24%	24%	24%	24%
c	Oneri finanziari deducibili	0,00	8.355,46	8.121,80	8.121,80	8.121,80
d = b x c	Tax shield oneri finanziari	0,00	2.005,31	1.949,23	1.949,23	1.949,23
<b>e = a + d</b>	<b>Imposte sul risultato operativo</b>	<b>46.632,49</b>	<b>44.347,92</b>	<b>50.279,83</b>	<b>63.333,71</b>	<b>71.651,77</b>

Come visibile dalla tabella che precede:

- le imposte operative desumibili dal piano consegnatoci sono state costruite assumendo un'ottica prudentiale. Difatti, nel periodo di piano sono pari in media a circa il 42% dell'EBIT;
- gli oneri finanziari deducibili assumono rilevanza a partire dal 2025, anno nel quale la società prevede l'accensione di finanziamenti bancari (<sup>57</sup>);
- a partire dal 2025 lo scudo fiscale concesso dalla deduzione degli oneri finanziari legati all'accensione dei finanziamenti futuri è stato rimontato alle imposte ipotizzate all'interno del business plan.

Nella Tabella 18 sono indicati i FCFO attesi nel periodo di previsione analitica desunti dal piano predisposto dal management di Conceria Kara Leather S.r.l..

**Tabella 18:** I FCFO attesi nel periodo di previsione analitica

<sup>56</sup> Allegato 1.

<sup>57</sup> Sulla base di quanto comunicatoci gli oneri finanziari esposti all'interno del piano legati al 2024 non sono legati ad alcun finanziamento. A questo proposito infatti la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2023 è composta, esclusivamente, da disponibilità liquide.



<b>Determinazione dei flussi di cassa (FCFO) nel periodo di previsione analitica 1° gennaio 2024- 31 dicembre 2028</b>					
<b>in Euro</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
EBITDA	115.761	154.842	209.262	256.821	287.350
Variazione del circolante	(64.639)	(12.290)	(77.415)	(50.137)	(58.435)
Variazione fondo TFR e rischi ed oneri	42.510	472.875	49.067	50.293	51.551
Investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali	(32.748)	(821.780)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Imposte sul risultato operativo	(46.632)	(44.348)	(50.280)	(63.334)	(71.652)
<b>FCFO</b>	<b>14.252</b>	<b>(250.700)</b>	<b>110.634</b>	<b>173.644</b>	<b>188.814</b>

Il flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica, è stato stimato in base alle seguenti principali assunzioni:

- è stato assunto uno scenario steady state (nel quale, stante l'ipotesi di assenza di crescita, l'FCFO coincide con il risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT));
- l'EBITDA medio normale è stato assunto pari all'EBITDA previsto nel 2028;
- gli investimenti sono rappresentativi del livello di risorse che, in base a quanto riferitoci dal management di Conceria Kara Leather S.r.l., dovranno essere mediamente investite ogni anno per preservare l'operatività del complesso aziendale. Gli stessi sono stati assunti in misura pari agli ammortamenti previsti nell'esercizio 2028;
- la variazione di circolante è stata assunta nulla;
- le imposte sul risultato operativo sono state quantificate sulla base delle aliquote IRES ed IRAP in vigore alla data della stima (pari, rispettivamente, al 24% e al 3,9%) (Tabella 19).

**Tabella 19:** Il FCFO medio normale ottenibile in perpetuo (Terminal Value)

<b>in Euro</b>	<b>TV</b>
EBITDA	287.350
Investimenti di mantenimento in immobilizzazioni materiali e immateriali	(20.000)
<b>EBIT</b>	<b>267.350</b>
Imposte sul risultato operativo	(74.591)
<b>FCFO = NOPAT</b>	<b>192.759</b>

Nella Tabella 20 è illustrato il procedimento di calcolo del valore unlevered <sup>(58)</sup>.

**Tabella 20:** Il valore unlevered

<i>in Euro</i>		2024	2025	2026	2027	2028	2029-
FCFO		14.252,1	-250.700,3	110.633,9	173.644,0	188.814,3	192.759,4
Tasso di attualizzazione	18,75%						
Coefficiente di attualizzazione		0,842	0,709	0,597	0,503	0,423	
Valore attuale flussi		12.001,7	-177.781,9	66.067,4	87.322,3	79.958,9	
<b>Valore attuale FCFO 2024-2028</b>	<b>67.568,44</b>						
Tasso di crescita del valore finale (g)	0,0%						
Valore terminale (Vt)							1.028.050,3
Valore attuale Vt	435.357,7						
<b>Valore unlevered</b>	<b>502.926,17</b>						

In base alle elaborazioni svolte, il valore unlevered della società è risultato pari a circa Euro 503 mila.

## 9.2. Il valore dello scudo fiscale del debito.

Il valore dello scudo fiscale del debito è stato determinato come segue:

- nel periodo di previsione analitica e a partire dal 2025, i benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari sono stati quantificati muovendo dal piano predisposto dal management di Conceria Kara Leather S.r.l.;
- oltre l'orizzonte di piano si è assunto che i suddetti benefici fiscali siano costanti <sup>(59)</sup>;
- i benefici fiscali attesi sono stati attualizzati con lo stesso tasso impiegato ai fini della stima del valore unlevered <sup>(60)</sup>.

<sup>58</sup> Il processo di attualizzazione prevede che l'FCFO venga perseguito il 31 dicembre degli esercizi di riferimento.

<sup>59</sup> Si tenga presente che in termini di incidenza sul valore economico di capitale di Conceria Kara Leather S.r.l., il valore attuale dello scudo fiscale del debito è pari a circa il 2,1%. Pertanto, la tenuta in considerazione di oneri finanziari oltre il periodo di previsione analitica non rappresenta un'assumption rilevante in termini di incidenza sui valori cui siamo giunti.

<sup>60</sup> Solitamente, il tasso di attualizzazione dei benefici fiscali del debito (Kts) è assunto pari al costo del debito (Kd) (sul tema si è già trattato in precedenza). La scelta muove in sostanza dal fatto che il rischio associabile al flusso a copertura degli oneri finanziari è equivalente a quello del debito sottostante ma, e occorre precisarlo, tale ipotesi va approfondita e contestualizzata a seconda dei casi. Nella prassi operativa, Kts deve essere compreso tra il limite inferiore rappresentato da Kd, ossia il costo del capitale di debito, e il limite superiore rappresentato da Ke (U), ossia il costo del capitale in ipotesi che il complesso sopravviva, esclusivamente, grazie al ricorso a capitale proprio. Ciò detto, non è da escludere l'applicazione del costo del capitale di rischio unlevered anche al fine di ottenere il valore attuale dei benefici fiscali derivanti dalla deduzione dal reddito imponibile degli oneri finanziari legati all'andamento del debito previsto. Quanto detto trova conferma in letteratura soprattutto grazie alle pubblicazioni proposte da James A. Miles e Jhon R. Ezzell. Dalle stesse emerge il fatto che la rischiosità associata ai

Nella Tabella 21 è illustrato il procedimento di calcolo del valore dello scudo fiscale del debito <sup>(61)</sup>.

**Tabella 21:** Il valore dello scudo fiscale del debito

<i>in Euro</i>		2024	2025	2026	2027	2028	2029-
Scudo fiscale oneri finanziari		0,0	2.005,3	1.949,2	1.949,2	1.949,2	1.949,2
Tasso di attualizzazione	18,75%						
Coefficiente di attualizzazione		0,842	0,709	0,597	0,503	0,423	
Valore attuale scudo fiscale		0,0	1.422,0	1.164,0	980,2	825,5	
Valore attuale scudo 24-28	4.391,77						
Tasso di crescita del valore finale (g)	0,0%						
Valore terminale (Vt)							10.395,9
Valore attuale Vt	4.402,4						
Tax shield	8.794,21						

In base alle elaborazioni svolte, il valore dello scudo fiscale degli oneri finanziari è risultato pari a circa Euro 9 mila.

### 9.3. Il valore di capitale e l'analisi di sensitività.

Alla data della stima la posizione finanziaria netta è negativa <sup>(62)</sup> e pari a circa Euro 5.196.

Si tenga peraltro presente che nel corso del 2026 è previsto nel piano un aumento di capitale di circa Euro 109 mila considerato necessario per lo svolgimento dell'attività d'impresa. A questo proposito, per quantificare il valore base del complesso aziendale oggetto di stima, si è tenuto conto del valore attuale del suddetto aumento di capitale <sup>(63)</sup>. Lo stesso è risultato pari a circa Euro 101 mila.

---

risparmi d'imposta derivanti dal debito assunto è espressa dal costo del capitale di debito (Kd) nel momento in cui si ipotizza di conoscere con certezza l'andamento futuro del debito e i conseguenti risparmi d'imposta. Ciò detto, visto e considerato il fatto che:

- la misura certa attribuita al debito è nota solo il primo periodo;
- per i restanti periodi di previsione esplicita la misura del debito consiste in una mera previsione;
- a monte della costruzione della maggior parte dei modelli valutativi si assume convenzionalmente che l'impresa oggetto di stima operi indefinitamente nel tempo;

per calcolare il valore attuale dello scudo fiscale è possibile applicare il costo del capitale di rischio unlevered Ke (U) in quanto il livello futuro del debito (ossia il fabbisogno finanziario eventuale) sarà correlato con il valore raggiunto dall'impresa sul mercato e, di conseguenza, la rischiosità associata al debito risulta assimilabile alla rischiosità operativa riflessa nel tasso di sconto Ke (U).

<sup>61</sup> Il processo di attualizzazione prevede che il tax shield venga perseguito il 31 dicembre degli esercizi di riferimento.

<sup>62</sup> Alla data della stima non sussistono debiti di natura finanziaria.

<sup>63</sup> L'importo è stato attualizzato al tasso risk free al 31 dicembre 2023.

In base alle elaborazioni svolte, il valore base del complesso aziendale oggetto della stima è risultato pari a circa Euro 416 mila (Tabella 22).

**Tabella 22:** Il valore del complesso aziendale

<b>APV - in Euro</b>	<b>31.12.2023</b>
Valore unlevered	502.926
Scudo fiscale oneri finanziari	8.794
Enterprise value	511.720
Posizione finanziaria netta	5.196
Valore attuale aumento di capitale	-101.377
<b>Equity value</b>	<b>415.539</b>

Va peraltro considerato che i risultati dei processi valutativi, così come accade per diverse altre categorie di misure aziendali, sono inevitabilmente approssimati in quanto l'approssimazione è connaturata al tipo di misura. Le approssimazioni nascono sia dalle ipotesi (sulle quali si costruiscono modelli e metodi ammessi, ma più o meno in grado di approssimare la realtà), sia dagli assunti (che semplificano i problemi e perciò, pur rendendoli di più agevole soluzione, ne rendono le conclusioni meno prossime alla realtà), sia e forse ancor più dagli input (cioè dai dati e dalle informazioni immessi nei modelli e nei metodi). Da ciò il frequente ricorso, nell'enunciazione dei risultati di una stima, ad intervalli entro i quali ogni grandezza è giudicata dall'esperto accettabile. Ovviamente, l'intervallo non deve essere troppo ampio. Ciò, per non aprire a dismisura la discrezionalità delle scelte, pena la povera qualità del risultato che viene rappresentato. Nel caso specifico qui considerato, assumendo una percentuale di variazione (in aumento e in diminuzione) del valore puntuale in precedenza indicato pari al 5% (che sconta un grado di approssimazione di buona accettabilità) il valore del patrimonio sociale di Conceria Kara Leather S.r.l. è compreso tra circa Euro 395 mila e circa Euro 436 mila.

In conclusione, la tavola di cui sotto espone l'analisi di sensitività svolta al fine di fare emergere le variazioni di valore, al variare degli input utilizzati all'interno dell'impianto valutativo; trattasi, in particolare:

- del tasso di attualizzazione (nel caso in esame pari a 18,75%);
- del tasso di crescita (nel caso in esame pari a 0).

**Tabella 23:** L'analisi di sensitività

		Actualization Rate				
		17,75%	18,25%	18,75%	19,25%	19,75%
Growth Rate	-2,00%	408.521	386.506	365.709	346.040	327.419
	-1,00%	435.598	411.796	389.362	368.191	348.189
	0,00%	465.726	439.858	415.539	392.644	371.062
	1,00%	499.452	471.174	444.665	419.777	396.375
	2,00%	537.460	506.344	477.269	450.055	424.541

Come visibile dalla tabella che precede l'output minimo legato al valore economico di capitale della società è pari a circa Euro 327 mila. Lo stesso perviene:

- dietro adozione di un costo del capitale di rischio unlevered superiore di un 1 p.p. (19,75%); e
- tenendo conto di una decrescita a lungo termine del 2%.

Si tenga peraltro presente che dall'analisi di sensitività simulata dagli scriventi, non sussistono casi nei quali il valore economico dell'azienda scende al di sotto del valore di liquidazione.

## 10. Conclusioni.

Come si è inizialmente chiarito, il patrimonio di Conceria Kara Leather S.r.l. corrisponde, al momento di redazione della presente stima, al complesso aziendale costituito in data 6 ottobre 2023 finalizzato ad esercitare attività d'impresa per mezzo, esclusivamente, dell'aggregato delle attività concesse in locazione da parte di Kara Group S.r.l. in liquidazione e in concordato preventivo. Stante quanto riassunto nei paragrafi di cui sopra e sulla base delle elaborazioni svolte il valore normale di mercato al 31 dicembre 2023 di Conceria Kara Leather S.r.l. **è compreso tra circa Euro 395 mila e circa Euro 436 mila.** Si tenga peraltro presente che il valore di liquidazione delle attività oggetto di locazione al 31 dicembre 2023 è pari a circa 230 mila (circa il 45% in meno del valore di capitale perseguito tramite il metodo finanziario); soglia al di sotto della quale non è possibile scendere <sup>(64)</sup>.

<sup>64</sup> Si veda quanto esposto all'interno del paragrafo 7.4 della presente relazione.

<i>in Euro</i>	<b>31.12.2023</b>
(+5%)	436.316
<b>Valore di capitale (APV)</b>	<b>415.539</b>
(-5%)	394.762
Valore di liquidazione	229.955

Dott.ssa Serenella Rossano



Dott. Marco Volante



## Allegato 1: Il costo del capitale di rischio unlevered.

Il costo del capitale di rischio unlevered è stato determinato in base alla formula del Capital Asset Pricing Model (CAPM) integrata per tenere conto di fattori di rischio specifici:

$$Ke(U) = r_f + \beta(U) \times ERP + c_{srp} + e_r + s_p$$

Laddove:

Ke(U)	=	Costo del capitale di rischio unlevered;
$r_f$	=	Tasso privo di rischio;
$\beta(U)$	=	Beta unlevered;
ERP	=	Premio per il rischio di mercato;
$c_{srp}$	=	Company specific risk premium;
$e_r$	=	Premio per il rischio di execution del piano;
$s_p$	=	Size premium.

### *Tasso risk free*

Nel calcolo del tasso di rendimento senza rischio ( $R_f$ ) si è fatto riferimento al saggio nominale corrente su titoli di Stato a lunga scadenza al 31 dicembre 2023, pari al 3,75%. Esso è stato estratto dalla banca dati FacSet (IT10YY-TU1).

### *Beta unlevered*

Nel contesto delle valutazioni d'azienda il beta è un indicatore dell'esposizione (nel lungo termine) dell'attività oggetto della valutazione all'andamento generale dell'economia (di cui i rendimenti del portafoglio di mercato vengono assunti come proxy).

In genere il beta unlevered viene stimato muovendo dai beta levered di un campione di società quotate appartenenti al settore considerato.

I beta rilevati sul mercato sono influenzati, oltre che dal rischio operativo, anche dal rischio finanziario dato dai differenti rapporti di indebitamento delle società considerate.

Per tale ragione i beta levered sono trasformati in beta unlevered, ossia in coefficienti espressivi del rischio delle azioni della stessa impresa in ipotesi di assenza di indebitamento. In genere, i beta unlevered vengono quantificati in base alla formula di Hamada:

dove:

$\beta_U$  = Beta unlevered;

$\beta_L$  = Beta levered;

$t_c$  = Aliquota d'imposta (<sup>65</sup>);

D/E = Rapporto d'indebitamento (a valori di mercato).

Inoltre, per passare dai dati storici a quelli previsionali (cd. beta *adjusted*) si è fatto riferimento alla tecnica di Blume, che pondera il beta storico (peso 2/3) al beta di mercato, pari a 1 (peso 1/3). La formula è la seguente:

$$\beta_{Adj.} = \beta_{Actual} \frac{2}{3} + \beta_{Market} \frac{1}{3}$$

Ciò premesso, nell'ambito delle analisi valutative, tenuto conto, in particolare:

- delle caratteristiche del settore considerato;
- dei beta rilevati con riferimento ad un campione di società quotate che, pur non essendo realmente comparabili alla società oggetto di stima, sono riconducibili al settore considerato (<sup>66</sup>);
- del fatto che il beta va calcolato assumendo una prospettiva di lungo termine;

il beta unlevered è stato assunto pari a 1.

### *Equity risk premium (ERP)*

---

<sup>65</sup> L'aliquota fiscale, riferita alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari, è stata determinata facendo riferimento al sito dell'OCSE: [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CTS\\_CIT](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CTS_CIT).

<sup>66</sup> Conceria Kara Leather S.r.l. corrisponde a società avente la seguente classificazione merceologica: ATECO: 151100 - Preparazione e concia del cuoio e pelle; preparazione e tintura di pellicce.



Il “premio per il rischio di mercato” (*equity risk premium*) è usualmente pari alla differenza tra il rendimento del mercato azionario e il rendimento di titoli privi di rischio (*risk free*).

Nei calcoli fatti in questi ultimi anni per il nostro Paese - su lunghi periodi – per aziende della medesima dimensione dell’azienda considerata, gli ordini di grandezza indicati stanno tra il 3% ed il 6% (<sup>67</sup>). Calcoli recenti (al 2022) posizionano il premio per il rischio per il mercato italiano al 6,0% (<sup>68</sup>). Tutto ciò considerato, date la finalità della stima, la scelta è caduta sul più recente valore quantificato per la realtà italiana (6,0%).

### *Company specific risk premium*

Il premio relativo ai rischi specifici rappresenta quell’aggiustamento del costo di capitale relativo all’attività e alle caratteristiche specifiche dell’azienda oggetto di stima. Vi sono diverse tipologie di rettifiche per il rischio specifico che possono essere adottate. Si citano nella parte di cui sotto le più comuni:

- rettifiche per differenze di rischio;
- rettifiche per il rischio intrinseco nei flussi di cassa netti e nelle proiezioni distorte;
- rettifiche per altri fattori di rischio: sono tutti quei fattori di rischio legati a componenti diverse dalle precedenti.

Nell’ambito del processo valutativo va considerato che i fondatori di Conceria Kara Leather S.r.l. rivestono un ruolo determinante per le sorti della società. Stante quanto

<sup>67</sup> Per citare alcuni esempi:

<b>Equity Risk Premium</b>	<b>Fonte</b>
Periodo 1990-2000: 5% (media geometrica) – 5,4% (media aritmetica)	V. Capizzi, Costo del capitale e operazioni di investment banking, Egea, Milano, 2003
Periodo 1967-1990: 4,2% (media geometrica)	E.P Davis, Pension Funds. Retirement -Income Insurance and Capital Markets: An International Prospective, Oxford University Press, 1995
Periodo 1861-1994: 3,4% (media geometrica) – 5,7% (media aritmetica)	Quaderni di studio della Banca d’Italia, 1995.

<sup>68</sup> Si veda: P. Fernandez e altri, «Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021», IESE Business School, giugno 2021; E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, 2003, “Global evidence on the equity risk premium”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 2003, pagg. 27-38P; Credit Suisse Global Investment Returns, March 2021, Yearbook 2021, Summary Edition.

indicato, ho ritenuto ragionevole includere nel costo del capitale un premio per il rischio aggiuntivo finalizzato a remunerare il rischio di dipendenza da persone chiave, pari al 2%.

### *Size premium*

Il size premium poggia su un'osservazione empirica difficilmente contestabile: le società partecipanti al mercato con dimensioni contenute soffrono di un rischio aggiuntivo rispetto alle entità aventi dimensioni più ampie. A questo proposito, è quindi lecito supporre che un'entità di dimensioni contenute possa avere poteri diversi rispetto ad un'entità più strutturata (si pensi, ad esempio, ai diversi poteri di natura contrattuale esercitabili da una società di grandi dimensioni rispetto ad una società di dimensioni contenute).

Ciò detto, esiste una relazione significativa (negativa) tra dimensione e rendimenti azionari storici: difatti al diminuire della dimensione aumentano sia rendimenti che volatilità. Si veda a titolo esemplificativo quanto contenuto all'interno della Tabella 1.

La stessa pone a confronto:

- dati su rendimenti medi (media geometrica e aritmetica);
- dati sulla deviazione standard media;

delle diverse società americane, suddivise per dimensioni (<sup>69</sup>).

**Tabella 1: Ritorni e volatilità annuale media, 1926-2018**

<b>Decile</b>	<b>Media geometrica</b>	<b>Media aritmetica</b>	<b>Deviazione standard</b>
1	9,31%	11,04%	18,81%
2	10,42%	12,66%	21,36%
3	10,91%	13,41%	23,23%
4	10,69%	13,60%	25,39%
5	11,22%	14,31%	26,04%
6	11,18%	14,59%	27,00%
7	11,42%	15,19%	28,86%
8	11,28%	15,77%	32,69%
9	11,34%	16,65%	36,84%
10	12,95%	19,80%	42,11%

<sup>69</sup> Duff & Phelps 2019 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital.

All'interno della Tabella 1, le società vengono suddivise in 10 gruppi sulla base della capitalizzazione di mercato. A maggiori volatilità espresse dalla deviazione standard dei prezzi azionari, corrispondono maggiori rendimenti sul mercato; a questo proposito, si evidenzia quanto segue:

- le società appartenenti al primo gruppo sono particolarmente stabili e sono soggette a più scambi sul mercato, determinando variazioni di prezzo in media inferiori, con la inevitabile conseguenza di minori rendimenti e minor volatilità;
- le società appartenenti all'ultimo gruppo, invece, sono soggette a maggiore instabilità. Tale instabilità determina forti variazioni di prezzo, tali da determinare in media un rendimento di circa il 20% a fronte di una volatilità di oltre il 42%.

Tradizionalmente, si ritiene che le piccole aziende abbiano tassi di rendimento richiesti maggiori rispetto alle grandi aziende; questo in quanto le piccole imprese sono intrinsecamente più rischiose.

Tenuto conto delle dimensioni della società oggetto di valutazione è stato deciso di tenere conto di un premio per il rischio aggiuntivo pari al 2%.

#### *Premio per il rischio di execution del piano*

Nell'ambito del processo valutativo è stato in via prudenziale deciso di adottare un premio per il rischio aggiuntivo legato all'execution dei risultati prefissati all'interno del business plan la cui quantificazione finisce per essere inevitabilmente soggettiva, pari al 5%.

Nella Tabella 2 è illustrato il procedimento di stima del costo del capitale di rischio unlevered.

#### **Tabella 2:** Il costo del capitale di rischio unlevered

Risk free		3,75%
ERP	6%	
Beta unlevered	1	
ERP x Beta		6,00%
Execution risk		5,00%
Company specific risk premium		2,00%
Size premium		2,00%
<b>Ke (U)</b>		<b>18,75%</b>