



TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE II
CRISI DI IMPRESA E SOVRAINDEBITAMENTO

Perizia di stima del capitale economico dell'azienda di proprietà di

Block Industrie S.r.l. in Liquidazione Giudiziale

R.G. 522 / 2024

Curatore: Avv. Marco Moro Visconti

Giudice Delegato: Guendalina Pascale



Nella mia qualità di Dottore Commercialista, iscritto dall'anno 2001 all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al n. 5726 dell'albo e Revisore Legale iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n. 130463 dall'anno 2003, ho avuto incarico da Block Industrie S.r.l. in Liquidazione Giudiziale (di seguito anche Block Industrie o la Società), con sede legale in Milano (MI) in Via Larga n. 19, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi 07354580966, in persona del Curatore, Avv. Marco Moro Visconti, di valutare l'azienda della Società giusta autorizzazione del Giudice Delegato Dott.ssa Guendalina Pascale data con l'approvazione del programma di Liquidazione del 18.11.2024.

Allo scopo ho esaminato la documentazione di sintesi contabile ed amministrativa relativa agli esercizi precedenti la Liquidazione Giudiziale, il piano industriale predisposto della Società nell'ambito della precedente procedura di concordato preventivo e i documenti formatisi successivamente, la situazione contabile dell'affittuaria dell'azienda alla data più prossima (30 aprile 2025), che mi sono stati presentati ed illustrati dal precedente organo amministrativo con il quale sono intervenute diverse interlocuzioni di approfondimento sull'attività svolta.

1. La società, l'azienda e il settore produttivo

Block Industrie, costituita il 3 marzo 2011 è una società specializzata nella produzione di prodotti di abbigliamento e maglieria, di indumenti da lavoro, la fabbricazione di vestiario ignifugo e protettivi di sicurezza, e la confezione di camicie, divise, pullover, cardigan, confezioni varie ed accessori per l'abbigliamento ed è munita di ogni autorizzazione necessaria per l'esercizio dell'attività. L'attività effettivamente esercitata è la produzione di capi di maglieria per conto terzi.

Alla data di assoggettamento alla procedura di Liquidazione Giudiziale il capitale sociale di euro 200.000 era detenuto da ██████████ per il 49,00% e da ██████████ ██████████ per il 51,00%.



La società è stata sottoposta a procedura di Liquidazione Giudiziale con sentenza del Tribunale di Milano n. 522/2024 del 18.09.2024.

Alla data di assoggettamento alla procedura di Liquidazione Giudiziale aveva sede Legale a Milano, via Larga n. 19 e sede operativa nel Comune di Rovolon (PD) alla via Madonnina 76.

Con atto del 11/04/2024, iscritto al Registro Imprese in data 15/04/2024, quale atto previsto dal piano ipotizzato nell'ambito della procedura di concordato preventivo, è stata affittata l'azienda ad una apposita società di scopo denominata Block Industries S.r.l. con lo scopo di mantenere la continuità aziendale e preservare posti di lavoro ed avviamento.

L'attività effettivamente esercitata e trasferita all'affittuario consiste nella produzione di capi in maglieria di elevata qualità per conto di clienti terzi, sia italiani che esteri, compresi importanti brand internazionali.

La crisi aziendale risulta dovuta all'impossibilità di far fronte alle asperità di un mercato molto competitivo che negli ultimi anni ha visto una serie di shock multipli (la pandemia, l'aumento dei prezzi delle materie prime, la guerra in Ucraina e l'embargo del mercato russo, l'aumento del costo dell'energia, la criticità della logistica e del trasporto navale e la perdita di potere d'acquisto dei consumatori per via delle recenti fiammate inflazionistiche), acuita e resa infine non sostenibile dalla perdita di alcuni clienti e dalla sopraggiunta inesigibilità di alcuni crediti di importo rilevante.

Con l'operazione di affitto dell'azienda si è dato corso anche ad una significativa ristrutturazione dell'azienda, comprensiva di una riduzione del personale (da 26 addetti nel 2022 si è scesi prima a 21 nel 2023 e poi a 19 nel 2024; attualmente l'affittuaria impiega 16 addetti) che ha consentito di affidare all'affittuaria una struttura produttiva tecnologicamente avanzata con uno spazio di capacità produttiva non utilizzata che permetterebbe incrementi di fatturato senza un aumento proporzionale dei costi, incrementando in questo modo i margini; il tutto mantenendo gli alti standard produttivi raggiunti sia internamente che nei servizi esterni, chiave per raggiungere nuovi clienti. L'azienda affittata, secondo la testimonianza degli affittuari stessi, è più snella, con una struttura dei costi molto più



contenuta e una gestione che consente un sensibile miglioramento qualitativo dei prodotti realizzati.

Per quanto riguarda l'analisi del settore industriale si osserva che l'azienda di Block Industrie è collocabile nel settore della maglieria e confezione, che realizza completamente il prodotto finito, in proprio e per conto terzi.

Rientra quindi nel macro-settore del tessile-moda, una delle eccellenze del made in Italy, di tradizione antica e che affonda le sue radici nel territorio. Si pensi solo alla storia quasi epica di Benetton partita dalle macchine per maglieria utilizzate in casa a poche decine di chilometri di distanza da Rovolon.

Le imprese che operano nel settore dell'abbigliamento sono particolarmente esposte alle fluttuazioni del mercato. Nonostante tendano a mantenere una performance complessivamente positiva, la variabilità della domanda incide significativamente sulla gestione dei magazzini e, di conseguenza, sulla loro redditività. Diventa quindi cruciale per queste aziende riuscire a identificare in modo preciso e tempestivo i trend di consumo.

Nell'ambito delle filiere manifatturiere, quella della moda registra la maggiore vocazione di piccola impresa, con il 48,8% del valore aggiunto della filiera generato da micro e piccole imprese (74mila imprese tra 3 e 49 addetti, Anno 2022, Elaborazione Ufficio Studi Confartigianato su dati Istat).

La filiera di abbigliamento, calzature, accessori vestiario, anche a uso sportivo vale oltre 60 miliardi del PIL italiano.

Secondo i dati della CNA (Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa), a fine 2021 le imprese artigiane italiane nel settore della maglieria erano 9.612, con una prevalenza nel nord Italia, soprattutto in Lombardia, Veneto ed Emilia Romagna. Queste imprese rappresentano il 7,5% del totale delle imprese artigiane italiane nel settore dell'abbigliamento e occupano circa 35.000 addetti.

Nonostante un contesto economico complesso per il Made in Italy, il settore tessile continua a dimostrare una forte resilienza. Secondo i dati elaborati dall'Ufficio Studi di Confindustria Moda, il 2024 ha registrato una contrazione del fatturo



rato sia sul mercato interno (-5,2%) sia sui mercati esteri (-8,5%). Tuttavia, alcuni mercati come la Cina (+4,8%), il Vietnam e lo Sri Lanka mostrano segnali di crescita, offrendo prospettive incoraggianti per il 2025.

Per quanto riguarda il settore della moda, secondo le affermazioni del presidente della CNMI (Camera Nazionale della Moda Italiana) ██████████, si preannuncia un 2025 di “tenuta e continuità” per la moda italiana, sostenuto da un quarto trimestre 2024 in leggera ripresa, caratterizzato dalla “performance meno negativa dell’intero anno”.

Il settore tessile rappresenta una delle eccellenze del nostro made in Italy; può vantare una tradizione antica, che affonda le sue radici nel territorio, e diversi importanti primati: l’Italia è infatti il primo esportatore di prodotti tessili in Europa e il terzo nel mondo dopo l’India e la Cina.

Utilizzando come riferimento il codice Ateco per una analisi della composizione del settore tessile si rileva come il settore manifatturiero tessile in Italia sia composto da oltre 13mila realtà. La maggior parte è impegnata nel finissaggio dei tessuti e degli articoli di vestiario (18,7%), e nel confezionamento della biancheria da letto, da tavola e per l’arredamento (18,3%). Significativa anche la percentuale delle imprese specializzate nella tessitura (il 13,7%), di quelle che lavorano le fibre tessili (10,1%), delle aziende che realizzano articoli in materie tessili (8,9%) e di quelle che producono ricami (8,7%) e tessuti a maglia (4,5%). (Fonte: Icribis, osservatorio tessile 2023).

La distribuzione geografica del settore è per lo più localizzata nell’Italia centro-settentrionale: Nord-Ovest (32,8%), Centro Italia (28,8%) e Nord-Est (18,4%). A livello regionale la Lombardia, con un’incidenza del 23,5% e oltre 3mila imprese, è la regione con il più alto numero di aziende tessili. Seguono la Toscana (21,8%), il Veneto (9%).

Il settore tessile italiano deve la sua competitività sui mercati internazionali in larga parte agli investimenti in innovazione, alla specializzazione di prodotto e alla sinergia tra la filiera e il retail. In particolare, i principali mercati di sbocco sono sia quelli tradizionali (Europa, USA, Giappone e Russia), sia quelli emergenti come ad esempio il mercato cinese.



Il grado di internazionalizzazione del settore è elevato: il 23,5% della popolazione fa registrare uno score alto, il 23,2% ha uno score sopra la media e il 14,6% ha un punteggio nella media. Poche le imprese tessili con uno score basso (4,4%).

Infine, a livello globale, vale la pena menzionare il rapporto di Maximize Market Research (<https://www.maximizemarketresearch.com/market-report/global-knitwear-market/19993/>) secondo cui la dimensione del segmento della maglieria potrà passare in valore a livello mondiale dai 111 miliardi di dollari del 2023 ai 165 miliardi previsti nel 2030, registrando così una crescita ad un tasso medio annuo del 5,8% nel periodo in esame.

In questo scenario in cui è possibile individuare una linea di continuità si andranno però ad innestare gli effetti, oggi imponderabili, delle possibili guerre commerciali che l'amministrazione USA sta avviando. Il mercato aumenta il suo grado di rischiosità ma ciò può anche comportare delle opportunità.

In sintesi:

- la maglieria è un'espressione autentica del Made in Italy
- la produzione locale si caratterizza per gli elevati standard di qualità
- prevalgono nel settore le imprese di piccole e medie dimensione

l'azienda di Block Industrie si colloca perfettamente nel punto medio del mercato in quanto produttore italiano di maglieria di elevata qualità di piccole dimensioni.

2. Fonti della valutazione

Per svolgere la valutazione mi sono avvalso della documentazione fornitami dalla Curatela, dagli ex amministratori della Società, e dagli amministratori dell'affittuaria. In particolare ho avuto accesso ai seguenti documenti:

- i. Piano economico finanziario lungo il periodo 2024 – 2029 (file BLOCK-INDUSTRIES-BP-rev1.pdf);
- ii. Contratto di affitto di azienda del 11 aprile 2024;



- iii. Situazione contabile al 30 aprile 2025 dell'affittuaria;
- iv. Situazione contabile al 29 febbraio 2024;
- v. Bilancio di esercizio al 28 febbraio 2023;
- vi. Bilancio di esercizio al 28 febbraio 2022;
- vii. Bilancio di esercizio al 28 febbraio 2021;
- viii. dati, elaborazioni e analisi economiche reperibili su:
www.damodaran.com,
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>,
<https://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html>;
https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_int_erni/risultati_aste/risultati_aste_btp_5_anni/index.html ,
www.ilsole24ore.com

3. Definizione del Concetto di “Valore” e formula teorica di calcolo

La dottrina economico-aziendale concorda nel fornire la seguente definizione astratta del concetto di “valore aziendale”:

$$W = \sum d v' + P v''$$

ove:

d : è il dividendo pagato dall'impresa ai partecipanti, anno per anno, sino all'ultimo anno di vita dell'impresa;

P : è il prezzo realizzabile con maggior probabilità dalla cessione dell'impresa o dalla sua liquidazione al momento della sua chiusura;

v' e v'': coefficienti di attualizzazione dei valori suddetti.

La suddetta equazione viene generalmente definita “formula teorica di calcolo del valore”.

Esprime il concetto che il valore di una azienda è una funzione dei suoi risultati nel futuro e, in sostanza, afferma che il valore di una azienda è dato dal valore attuale della remunerazione che essa distribuirà negli anni ai suoi soci e dal valore



attuale del valore finale che essi riusciranno ad ottenere al momento della cessione o della liquidazione.

Se un'azienda non riesce a creare per i suoi partecipanti né un beneficio annuale né un ricavo finale, non ha, secondo la teoria della valutazione, alcun valore positivo, anzi potrebbe averne uno negativo ove i partecipanti fossero costretti per legge o per contratto a proseguire nell'attività e fossero tenuti a rispondere delle obbligazioni contratte.

Come si può facilmente notare, l'enunciazione del concetto di valore aziendale è puramente astratta: nella realtà è, infatti, difficile determinare oggettivamente flussi di dividendi futuri su un orizzonte temporale prolungato. Ancora più difficile la stima del realizzo “netto finale” dopo tale lungo periodo.

Ma la formulazione teorica aiuta ad inquadrare sotto il criterio della razionalità e scientificità la metodologia che, in base alle situazioni concrete, il valutatore deciderà di utilizzare.

Si afferma dunque che la metodologia adottata, qualunque essa sia, espressa con una formula o con un algoritmo, deve presentare le seguenti caratteristiche:

- **razionalità:** ovvero vicinanza “concettuale” alla formula teorica;
- **dimostrabilità:** la formula deve condurre ad un valore che sia il più possibile oggettivo, dimostrabile e condivisibile da tutti i soggetti cui la valutazione è rivolta;
- **generalità:** il valore risultante dal processo di valutazione deve tendere alla definizione di un “valore generale” realizzabile su un mercato di soggetti la cui azione si ispira a criteri di economicità.

Di seguito si darà conto dei principali metodi di valutazione alla luce dei tre criteri sopra identificati.

3.1 I Principali metodi di valutazione

3.1.1) Il Metodo Patrimoniale Semplice

Consiste nella semplice determinazione del valore di una azienda come differenza tra l'attivo patrimoniale rivalutato ed il passivo aggiornato.



In sostanza, si tratta di esprimere il patrimonio netto a valori correnti, quasi rispondendo alla domanda: se dovessi vendere oggi tutti i beni iscritti nel bilancio, quanto residuerebbe dopo aver pagato tutti i debiti ?

L'applicazione del metodo consiste, in definitiva, nel fare emergere una serie di plusvalenze e di minusvalenze rispetto ai valori di bilancio pari alla differenza tra i valori attuali dei cespiti ed i valori storici. È poi utile considerare gli effetti fiscali di queste emersioni di valore.

I pregi di questo metodo, peraltro molto utilizzato nella pratica, risiedono nella semplicità concettuale, nella relativa esiguità dei dati necessari alla sua applicazione e soprattutto nel suo elevato coefficiente di obiettività, tale da renderlo molto comune nelle stime di volontaria giurisdizione. Non si richiedono, infatti, previsioni (sempre in qualche misura soggettive) di dividendi, di redditi o di flussi di cassa.

Il metodo patrimoniale soddisfa il principio della dimostrabilità ed il principio della generalità.

Esistono invece delle riserve sulla logica che sta alla base di questo criterio: esso, infatti, prescrive di legare il valore di un'azienda esclusivamente al valore dei cespiti, senza che sia esplicitata la capacità o meno dei beni posseduti di portare ai soci flussi di cassa.

Certamente la disponibilità di un adeguato capitale investito può costituire la indispensabile premessa per la creazione di ricchezza. Ma è altrettanto certo che, se non esistono le condizioni per far “fruttare” il capitale, è inevitabile che esso si consumi fino all'azzeramento.

La mancata considerazione di questo secondo aspetto appare come un chiaro limite del metodo patrimoniale semplice.

Per ovviare a tali limiti nascono metodi che integrano nel risultato una componente relativa alla redditività prospettica di un'azienda (si veda al proposito il paragrafo relativo ai metodi misti) o comunque recuperano l'aspetto reddituale includendo nel calcolo del valore anche di particolari beni non risultanti dal bilancio, denominati “immateriali” (si veda il paragrafo seguente relativo al metodo patrimoniale complesso).



3.1.2) Il Metodo Patrimoniale Complesso

Il metodo patrimoniale complesso propone un meccanismo di calcolo identico al precedente, ma considerando, oltre ai beni risultanti in bilancio, anche dei beni “immateriali” che in bilancio non compaiono ma che sarebbero cedibili insieme o anche separatamente rispetto al resto dell’azienda: si pensi a brevetti, marchi, formule, autorizzazioni commerciali.

Il metodo patrimoniale complesso è più rigoroso e completo rispetto al metodo patrimoniale semplice in quanto consente di affinare la stima in almeno due direzioni:

1) consente di tenere conto di valori che non appaiono nelle scritture contabili ma esistono e sono negoziabili (le autorizzazioni e le concessioni, i brevetti e le formule, i marchi commerciali).

2) consente di sostituire quelle informazioni legate alle prospettive di redditività in due modi:

- dando un valore a particolari tipologie di beni immateriali espressivi dell’avviamento di un’azienda (e dunque della sua potenzialità di reddito) quali, ad esempio, la rete di vendita, la quota di mercato o anche il nome di un’impresa;

- legando il meccanismo di valutazione di un bene immateriale alle prospettive reddituali. Ad esempio, per stimare il valore di una autorizzazione commerciale o di un brevetto, si attribuiscono valori più elevati alla licenza o diritto di sfruttamento se le prospettive reddituali dell’esercizio sono positive.

Nella pratica, la stima dei beni immateriali è tutt’altro che agevole.

Si possono utilizzare alternativamente criteri analitici o empirici.

3.1.3) Il Metodo Reddittuale

Il metodo reddittuale consiste nel determinare il valore di un’azienda esclusivamente in funzione dei redditi che essa è in grado di produrre nel tempo.

L’espressione generale è dunque: $W = f (R)$.

Tale espressione si sviluppa in diverse formule di calcolo utilizzate nella pratica.

In tutte le sue varianti, è comunque necessario stimare quali potranno essere i redditi futuri generati dall’azienda, in modo puntuale o su base media.



Questo metodo, recuperando l'aspetto della redditività, è più "razionale" del metodo patrimoniale. Considerando, in alcune sue formulazioni, la nozione di "reddito medio", consente di ridurre le stime di flussi di reddito o di cassa annuali e dunque appare soddisfacente dal punto di vista della oggettività. Tuttavia, poiché non vi è garanzia che i risultati economici del passato debbano ripetersi nel futuro occorre fare riferimento a redditi futuri, che siano medi o che siano puntuali, comunque attesi o stimati, in ogni caso assoggettati all'incertezza della previsione.

3.1.4) Il Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

La dottrina propone di superare i limiti del metodo patrimoniale semplice e del metodo reddituale puro, armonizzandoli in formule di calcolo che tengano conto di entrambi gli aspetti.

In particolare riguardo a tale metodologia si deve considerare l'introduzione del concetto di "goodwill" o "badwill" quale valorizzazione della capacità dell'azienda di produrre un reddito superiore al rendimento del puro capitale.

In sostanza, si può affermare che il metodo misto prevede di sommare o sottrarre al valore di una azienda calcolato con il metodo patrimoniale un termine (goodwill o badwill) rappresentativo di una capacità di reddito particolare (in bene o in male) rispetto al settore di riferimento.

Grazie a questa maggior aderenza alla realtà, si può affermare la maggiore razionalità del metodo misto rispetto al metodo patrimoniale semplice. Nel contempo, la valutazione patrimoniale evita l'eccessiva soggettività insita nei metodi reddituali puri.

Per questi motivi, il metodo misto è largamente usato nella pratica.

3.1.5) Il Metodo Finanziario

È il metodo più vicino alla formula teorica di valutazione - enunciata nella premessa - e dunque, coerentemente con quanto affermato in precedenza, il più "razionale".

La sua formulazione più comune è nota con il nome di "discounted cash flow analysis" (DCF in breve).

Il metodo di valutazione DCF si presenta con la seguente formulazione generale:



$$W = \sum Fc * v1 + VF * v2 - PFN,$$

ove:

Fc è il flusso di cassa;

VF : valore finale dell'azienda all'ennesimo anno;

v1 e v2 : fattori di attualizzazione rispettivamente dei flussi e del valore finale;

PFN: posizione finanziaria netta.

Il calcolo dei flussi di cassa annuali si effettua con le consolidate metodologie finanziarie, ne deriva pertanto l'incertezza di previsione su eventi futuri.

Maggiore incertezza è poi insita nella previsione di un valore finale.

Queste sintetiche considerazioni dovrebbero essere sufficienti a fornire un'idea del motivo per cui i metodi finanziari, pur pregevoli dal punto di vista della razionalità, conducano a risultati attendibili solo in presenza di previsioni attendibili che sono tutt'altro che facili da realizzare.

3.1.6) I Metodi di Mercato

I metodi di mercato valutano l'azienda sulla base dei prezzi praticati per la compravendita di aziende similari o dei prezzi riscontrati in transazioni di borsa o fuori borsa opportunamente rettificati.

Si può, dunque, affermare che tali metodi conducono alla determinazione di “prezzi di riferimento” in vista della cessione di un'azienda, più che a “valori” oggettivamente determinati.¹

In estrema sintesi, il metodo consiste nell'individuare un campione di aziende similari a quella oggetto di valutazione, individuare il prezzo a cui è avvenuto (o in borsa quotidianamente avviene) il loro trasferimento e trovare dei “coefficienti” che mettano in rapporto tali prezzi a specifiche e significative grandezze di riferi-

¹ Poiché in teoria il prezzo effettivamente pagato per l'acquisto di un bene e il valore del bene in un mercato in cui l'informazione sia perfetta coincidono, in realtà il problema della differenza tra l'uno e l'altro è solo un problema di informazione degli operatori del mercato. Se l'informazione che un'azienda è in vendita fosse nota a tutti i potenziali interessati molto probabilmente il prezzo a cui la transazione sarebbe completata rappresenterebbe l'effettivo valore dell'azienda.



mento aziendale ed infine, applicando i coefficienti ai valori dell'azienda oggetto della valutazione, giungere alla determinazione del valore di quest'ultima.

I coefficienti utilizzati in questo tipo di valutazioni sono vari, tra questi si ricorre spesso ai seguenti:

- **P/E** ("Price/Earnings"), prezzo su utile;
- **EV/Sales**, rapporto tra il valore dell'impresa (Enterprise Value, pari alla somma di capitalizzazione e posizione finanziaria netta) e il fatturato (Sales in inglese);
- **EV/MOL**, rapporto tra il valore dell'impresa (Enterprise Value) e il Margine Operativo Lordo.

3.2 La scelta del metodo più appropriato per la valutazione richiesta.

La trattazione che precede ha messo in evidenza come non esista un metodo di valutazione che possa, in assoluto, essere qualificato migliore degli altri: accanto a pregi, tutti possiedono dei limiti che, nelle varie fattispecie concrete, possono essere di tale entità da rendere poco significativa l'applicazione del metodo stesso.

Da quanto precede discende la necessità di operare una scelta tra i metodi disponibili e giustificare tale scelta in relazione alle caratteristiche dell'oggetto della valutazione.

Nell'effettuare questa scelta occorre considerare lo scopo della stima e i dati disponibili per la stima stessa.

Come anticipato, lo scopo di questa stima è la determinazione del valore dell'azienda descritta in premessa di proprietà della Liquidazione Giudiziale di Block Industrie e finalizzata ad individuare il più probabile valore di aggiudicazione della stessa nell'ambito di una procedura competitiva di vendita.

Di seguito il riepilogo dello stato patrimoniale e il conto economico alle date di chiusura degli esercizi al 28/02/2021 – 28/02/2022 – 28/02/2023 e 28/02/2024 per dare conto dei principali parametri economici e patrimoniale della Società prima dell'apertura della procedura di Liquidazione Giudiziale. Si segnala che il dato al



28/02/2024 è riferito alla riclassificazione della situazione contabile ricevuta dal curatore.

Descrizione	28/02/20221	28/02/2022	28/02/2023	29/02/2024
Stato Patrimoniale Attivo				
Crediti V/Soci per versamenti anco	-	-	-	-
<u>Attivo Immobilizzato</u>				
Immobilizzazioni Immateriali	866.585	1.145.087	1.316.492	1.696.492
Immobilizzazioni Materiali	921.208	879.073	880.042	880.580
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	0	0
Totale Immobilizzazioni (B)	1.787.793	2.024.160	2.196.534	2.577.072
<u>Attivo Circolante</u>				
Rimanenze	856.218	1.086.979	1.266.849	1.019.207
Crediti Verso clienti	829.624	1.065.449	683.968	1.117.873
Crediti tributari	208.507	154.755	196.412	105.729
Crediti verso Altri	18.725	16.487	47.370	58.668
Attività finanz. che non costituisce. Im	106.005	107.173	12.463	6.261
Depositi bancari e postali	158.726	146.467	100.536	35.311
Totale Attivo Circolante (C)	2.177.805	2.577.310	2.307.598	2.343.049
Ratei e Risconti attivi (D)	180.874	282.297	187.369	55.454
TOTALE ATTIVO (A+B+C+D)	4.146.472	4.883.767	4.691.501	4.975.575
<u>Patrimonio Netto</u>				
Capitale Sociale	200.000	200.000	200.000	200.000
Riserva legale	22.344	24.433	29.048	29.048
Altre riserve	396.354	429.283	613.734	709.034
- di cui versamenti in c. capit.				
Utili (perdite) portati a nuovo	0	0	0	-434.200
Utile (perdita) dell'esercizio	41.783	92.301	-434.200	-205.288
Totale Patrimonio Netto	660.481	746.017	408.582	298.594
F.do Rischi e Oneri (B)	0	0	0	0
T.F.R. (C)	152.233	133.946	114.316	88.590
<u>Debiti</u>				
- Deb V/ Banche	2.385.132	2.719.949	2.368.008	2.325.522
- Deb V/ Fornitori	512.377	533.823	762.307	945.103
- Deb V/Erario e Ist. Prev	337.390	366.763	606.703	802.044
- Deb V/ Soci per finanz.		4.212	4.212	4.212
- Deb V/ Obbligazionisti		250.000	250.000	250.000
- Deb V/ Altri	98.859	129.057	177.373	261.510
Totale Debiti (D)	3.333.758	4.003.804	4.168.603	4.588.391
Ratei e Risconti passivi (E)	0	0	0	0
Totale Passivo (A+B+C+D+E)	4.146.472	4.883.767	4.691.501	4.975.575

Descrizione	28/02/2021	28/02/2022	28/02/2023	29/02/2024
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.956.305	2.757.417	2.132.565	2.145.330
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione	20.000	134.147	270.924	1.019.207
Altri Ricavi	164.432	270.749	143.819	2.663
Totale Valore della Produzione	2.140.737	3.162.313	2.547.308	3.167.200
Var (%)		47,72%	-19,45%	24,34%
Costi della Produzione				
Materie prime, sussid., di cons., merci	595.674	1.049.588	919.100	777.032
Servizi	667.785	1.143.046	928.513	340.470
Godimento beni di terzi	62.197	55.676	79.634	87.070
Personale	535.924	564.412	822.961	744.208
Var. rimanze finali	52.465	-96.604	91.044	1.266.849
Oneri diversi di gestione	27.724	48.392	32.684	25.082
Margine Operativo Lordo	198.968	397.803	-326.628	-73.511
Amm.to imm.ni immateriali	66.806	150.293		
Amm.to imm.ni materiali	41.944	63.503		
Svalutazioni	2.070	684	2.076	201
Ammortamenti e svalutazioni	110.820	214.480	2.076	201
Margine operativo Netto (EBIT)	88.148	183.323	-328.704	-73.712
<i>Proventi Finanziari</i>	<i>1.844</i>	<i>560</i>	<i>370</i>	<i>1.912</i>
<i>Oneri Finanziari</i>	<i>-48.208</i>	<i>-91.582</i>	<i>-105.865</i>	<i>-134.532</i>
Proventi e oneri finanziari netti	-46.364	-91.022	-105.495	-132.620
Rettifiche di valore	0	0	0	0
Proventi e Oneri straordinari	0	0	0	0
Risultato Ante Imposte	41.784	92.301	-434.199	-206.332
Imposte su reddito dell'esercizio	0	0	0	0
Utile (perdite) d'esercizio	41.784	92.301	-434.199	-206.332

Nel periodo preso in considerazione si segnala che la società ha rilevato tra l'esercizio 2021 e l'esercizio 2022 un forte crescita del fatturato, trend che non è proseguito negli anni successivi in cui vengono rilevati decrementi rispettivamente del 19,45% e del 24,34%. Detto risultato comporta, complice gli elevati costi fissi, la registrazione di elevate perdite che anche se non riducono il Patrimonio netto al di sotto del minimo legale, minano la solvibilità della società.

L'azienda oggetto di Valutazione

Il primo elemento da considerare, che condiziona in modo determinante le successive scelte di valutazione, è la verifica se l'impresa oggetto di valutazione sia in funzionamento oppure no.

L'esistenza di un'azienda in funzionamento è l'elemento discriminante tra la possibilità di prendere la via di una valutazione prospettica del valore piuttosto che ri-



manere fermi ad una stima del valore del patrimonio, con le eventuali rettifiche positive o negative che ne fossero necessarie.

Ove l'azienda non fosse in funzionamento il suo valore, al netto di eventuali crediti di funzionamento che non sarebbero oggetto della vendita) si ridurrebbe, di fatto al valore dei macchinari (che, si segnala era stato determinato nella fase del concordato preventivo poi rinunciato, in euro 56.250,00) e in quello di eventuali immobilizzazioni immateriali trasferibili (ad esempio un marchio, un avviamento commerciale da intendersi come lista clienti, o più difficilmente un know-how produttivo, legato alle persone operanti in azienda che in una vendita atomistica non sono trasferibili). Stante quanto sopra e in considerazione che l'attività aziendale, grazie al contratto di affitto stipulato, è tuttora in corso, ed esiste un piano aziendale con una prospettiva di 5 anni (dal 2025 al 2029) è possibile accedere ad una valutazione prospettica basata sui flussi di cassa attesi.

Di seguito saranno passati in rassegna con estrema sintesi i principali metodi di valutazione delle imprese e ci si soffermerà su quello, che con i dovuti adattamenti meglio risponde alle esigenze per le quali questa valutazione è stata richiesta.

Nello specifico l'azienda è costituita da:

- Immobilizzazioni Materiali per l'esercizio dell'attività d'impresa;
- Immobilizzazioni Immateriali rappresentati principalmente da software aziendale, licenze e autorizzazioni amministrative;
- Rapporti di lavoro dipendente composti da 16 contratti di lavoro;
- elementi immateriali non riflessi in situazioni contabili quali l'avviamento commerciale inteso come rapporti esistenti con i clienti e i fornitori attuali e riconoscibilità del prodotto e dell'azienda sul mercato da parte dei clienti e dei fornitori passati e potenziali, avviamento tecnico, inteso come capacità delle maestranze esistenti di realizzare il prodotto nelle quantità e qualità richieste dai clienti.

Non fanno parte dell'azienda trasferibile gli apporti forniti dagli ex amministratori della Società che oggi sono impegnati anche nell'affittuaria con funzioni di indi-



rizzo, coordinamento e operatività nei reparti di creatività, produzione, manutenzione, logistica e commerciale. Un terzo interessato all'acquisto dovrà o garantirsi la loro collaborazione o munirsi di adeguate figure sostitutive.

Si ritiene opportuno rilevare che l'azienda in vendita è il complesso organizzato di beni e rapporti giuridici in grado di produrre autonomamente reddito e che la stessa non comprende le pendenze attive e passive in capo alla società concedente e alla società affittuaria che non sussiste, di conseguenza, alcun subentro nei debiti e nei crediti dell'affittuaria o dell'impresa concedente.

3.2.1) La valutazione del Ramo di Azienda di Block Industries con il metodo finanziario

Per valutare il ramo di azienda di Block Industries, ho esaminato il piano economico finanziario predisposto dalla Società lungo l'orizzonte 2024 – 2029 e per la procedura di concordato preventivo adeguato alle risultanze della situazione contabile redatta al 30 aprile 2025, che evidenzia il mancato raggiungimento degli obiettivi del piano con una riduzione stimata dagli amministratori dell'affittuaria su un forecast di fine anno di circa un terzo in meno, analizzando poi i dettagli forniti e approfondendo i punti più complessi con quesiti agli amministratori delle due società e ulteriore documentazione.

Di seguito viene rappresentata la riclassificazione delle poste di patrimoniali dell'affittuaria e una loro descrizione sintetica alla data del 30 aprile 2025.



Attivo	Importo	Passivo	Importo
Crediti verso Soci	7.500	Patrimonio Netto	
Immobilizzazioni		- Capitale Sociale	10.000
- Immateriali	28.629	- Utile esercizio preced.	259
- Materiali	1.692	- Utile di periodo	14.305
- Finanziarie	-00	Tot. Patrimonio netto	24.565
Totale Immobilizzazioni	30.321	Fondo rischi e oneri	-00
Rimanenze	189.884	Fondo TFR	21.192
Crediti	161.983	Debiti verso banche	
Altri crediti	121.380	Debiti verso fornitori	256.020
Crediti Tributari	84.614	Debiti Tributari e Prev.	134.532
Disponibilità Liquide	49.609	Altri debiti	152.121
Totale Attivo Circolante	607.470	Totale debiti	542.673
Ratei e Risconti attivi	762	Ratei e Risconti passivi	57.624
Totale Attivo	638.553	Totale passivo	646.053

Immobilizzazioni immateriali: sono composte quasi esclusivamente da oneri pluriennali, licenze software e spese di costituzione.

Immobilizzazioni materiali: sono composte da macchine elettroniche d'ufficio.

Rimanenze: sono riferite per circa l'89% a materie prime da lavorare e per la differenza a semilavorati (il fatturato ha un andamento ciclico che rispetta le collezioni FW e SS e tra maggio e giugno sono in lavorazione i capi per la campagna autunno/inverno 2025/26).

Crediti: sono composti da crediti verso clienti ordinari italiani per 140.429 e per il residuo da crediti verso clienti esteri.

Altri Crediti: sono composti da crediti verso la procedura di Liquidazione Giudiziale per partite relative ai dipendenti per l'importo di euro 88.032 e per il residuo da anticipi a fornitori.

Crediti Tributari: posta contabile composta da crediti verso Erario per IRES e IVA.

Disponibilità liquide: sono composte quasi esclusivamente da giacenze di conto corrente e per una quota residuale da disponibilità di cassa.

Non vi sono debiti bancari.

Debiti verso Fornitori: per euro 160.322 si riferiscono a fatture ricevute e per la differenza a fatture da ricevere.



Debiti verso Erario e Istituti Previdenziali: sono composti da debiti verso erario per ritenute non versate, per IVA e verso Istituti Previdenziali;

Debiti verso Altri: sono composti da debiti verso la procedura di Liquidazione Giudiziale per euro 21.156, verso clienti per anticipi ricevuti per euro 99.675, verso il personale dipendente per euro 26.532 e verso gli amministratori per euro xxx

Di seguito una riclassificazione del conto economico del periodo da gennaio ad aprile 2025 nel quale non sono stati compresi i costi per ammortamenti e le eventuali imposte sui redditi. È comunque apprezzabile che la gestione abbia un proprio equilibrio e pur considerando la stagionalità di cui si è riferito in merito alle rimanenze, sia confrontabile con quanto previsto dal piano.

Ricavi delle vendite e delle prestazioni	504.199
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione	59.262
Altri Ricavi	0
Totale Valore della Produzione	563.461
Costi della Produzione	
Materie prime, sussid., di cons., merci	-165.816
Servizi	-171.371
Godimento beni di terzi	-23.408
Personale	-185.799
Var. rimanze finali	0
Oneri diversi di gestione	-200
Margine Operativo Lordo	16.866
Amm.to imm.ni immateriali	0
Amm.to imm.ni materiali	0
Svalutazioni	0
Ammortamenti e svalutazioni	0
Margine operativo Netto (EBIT)	16.866
<i>Proventi Finanziari</i>	<i>0</i>
<i>Oneri Finanziari</i>	<i>-2.560</i>
Proventi e oneri finanziari netti	-2.560
Rettifiche di valore	0
Proventi e Oneri straordinari	0
Risultato Ante Imposte	14.306
Imposte su reddito dell'esercizio	0
Utile (perdite)	14.306



Per la determinazione del valore economico del ramo di azienda di proprietà della società sono stati presi in considerazione i flussi di cassa stimati per il periodo 2025 – 2029 riferiti al piano predisposto per la procedura di concordato preventivo a cui in relazione all’effettivo andamento della gestione aziendale dell’affittuaria sono state applicate delle variazioni e delle modifiche di alcuni parametri in modo da rendere i dati prospetti più coerenti con la situazione aggiornata.

È stata introdotta la semplificazione di rendere tutti i costi variabili e parametrati ai ricavi (non si tratta di una ipotesi forte nella misura in cui i ricavi non subiscono variazioni significative da un anno all’altro perché non ci si trova di fronte ai c.d. “gradoni” di costo che si innalzano al variare di un parametro significativo es. assunzione di nuovi dipendenti, forti investimenti che generano significativi ammortamenti etc).

Allo stesso, al fine di semplificare il modello, non è stata considerata alcuna dinamica di magazzino, nell’ipotesi ottimale che questo non cresca e non diminuisca. In tal modo non vi è alcun effetto sul capitale circolante e sulla liberazione o assorbimento di cassa. L’ipotesi non è strettamente realistica perché è probabile che qualche variazione nel tempo ci sia, ma se si considera che uno dei principi guida della gestione sarà proprio non impegnare capitale in scorte la semplificazione è accettabile.

In particolare, poi, i ricavi previsti sono stati ridotti di un terzo e nella medesima misura sono stati ridotti tutti i costi che ai ricavi sono stati riparametrati. La crescita prevista dei ricavi è stata ridotta al 3% annuo, sostanzialmente inflazionistica e allo stesso modo crescono tutti i costi parametrati ai ricavi. Sono stati aggiunti costi stimati per godimento di beni di terzi (assenti nel modello di base per gli anni successivi al 2025) stimati nel 5% dei ricavi relativi al noleggio di automezzi e al canone di locazione di un immobile nel quale esercitare l’attività aziendale. Il costo del lavoro è stato riparametrizzato sulla base del dato effettivo al 26% dei ricavi e reso omogeneo nel corso degli anni; inoltre è stata aggiunta la somma forfetaria di euro 35.000 in considerazione della necessità per un terzo acquirente che non sia l’affittuario, di sostituire le key people attualmente operative, ovvero i [REDACTED] che attualmente prestano la propria opera



nell'affittuaria con una retribuzione inferiore a quella di mercato per via del loro interesse specifico alla prosecuzione dell'attività aziendale con l'affittuaria, e di integrare la struttura dei costi prevedendo un compenso per un eventuale amministratore o direttore generale.

In considerazione delle ipotesi formulate è stato stimato il flusso di cassa libero a disposizione di tutti i creditori della società, il cosiddetto Free Cash flow, ovvero l'autofinanziamento generato dalla società.

L'attualizzazione di tali flussi ad un dato tasso adeguatamente individuato, consentirà l'individuazione del valore ricercato tramite il Metodo Finanziario

Principali difficoltà e rischi della valutazione

Le conclusioni cui si perverrà vanno incontro ad alcuni rischi che il sottoscritto perito intende evidenziare, con possibili impatti negativi sui flussi di cassa annuali che la Società è in grado di generare e sulla valutazione stessa.

La principale difficoltà è quella connaturata all'esame di un Piano economico finanziario comunque basato su eventi futuri, per loro natura incerti, sia per quanto concerne il loro effettivo verificarsi, sia per l'entità con cui eventualmente si verificheranno sia, infine, con riferimento al profilo temporale.

Il rischio più evidente che il sottoscritto perito rileva è rappresentato dal rischio che non vengano pienamente realizzate le ipotesi di sviluppo alla base del Piano con conseguente crescita del fatturato e della relativa marginalità.

Il piano utilizzato per l'analisi e la valutazione è stato predisposto dagli Amministratori della Concedente nell'ambito della procedura di Concordato preventivo e in tale ambito era loro la responsabilità della redazione del Piano economico-finanziario, nonché delle ipotesi e degli elementi assunti alla base della sua formulazione. Il piano è stato poi vagliato da un attestatore indipendente che ne ha individuato il carattere di realizzabilità. Tale elementi di valutazione dell'attendibilità dei dati e degli assunti del piano sono ancora validi solo in parte in quanto, oltre ad essere trascorso un periodo significativo, sono diverse le circostanze in cui opera l'azienda rispetto alle previsioni iniziali e sono state modificate molte delle assunzioni iniziali.

Valutazione dell'azienda secondo il Metodo Finanziario

Di seguito il Conto economico prospettico periodo 2025 – 2029 come risultante dal piano industriale accompagnatorio della proposta di concordato (rev1):

Descrizione	2025	2026	2027	2028	2029
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.560.433	3.100.563	3.342.900	3.599.000	3.985.000
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	149.192	43.438	22.100	26.000	40.000
Altri Ricavi	0	0	0		
Totale Valore della Produzione	2.709.625	3.144.001	3.365.000	3.625.000	4.025.000
Var (%)		16,03%	7,03%	7,73%	11,03%
Costi della Produzione					
Materie prime, sussid., di cons., merci	656.368	719.512	748.952	770.952	850.952
Servizi	1.054.043	1.265.308	1.319.028	1.393.228	1.514.228
Godimento beni di terzi	107.445				
Personale	528.292	651.266	785.957	871.875	941.884
Var. rimanze finali	-25.029	27.159	1.244	-976	-4.098
Oneri diversi di gestione	15.000	8.000	10.000	10.000	10.000
Margine Operativo Lordo	373.506	472.756	499.819	579.921	712.034
Amm.to imm.ni immateriali e mat.		28.739	28.739	28.000	28.000
Svalutazioni e accantonamenti	11.731	25.232	26.743	27.814	29.461
Ammortamenti e svalutazioni	11.731	53.971	55.482	55.814	57.461
Margine operativo Netto (EBIT)	361.775	418.785	444.337	524.107	654.573
Proventi Finanziari					
Oneri Finanziari	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Proventi e oneri finanziari netti	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Rettifiche di valore					
Proventi e Oneri straordinari					
Risultato Ante Imposte	334.701	347.149	366.273	458.018	632.924
Imposte su reddito dell'esercizio	-94.866	-100.743	-106.468	-131.609	-178.707
Utile (perdite) d'esercizio	239.835	246.406	259.805	326.409	454.217

Di seguito la sintesi dei parametri utilizzati per arrivare ai conti economici previsionali per il periodo 2025 – 2029 adeguati alle nuove assunzioni per giungere alla stima del valore del ramo di azienda di proprietà della società:

Descrizione	2025	2026	2027	2028	2029
Variazione del valore della produzione	-33,33%	-40,82%	-43,05%	-45,54%	-49,48%
Proporzione Costi della Produzione					
Materie prime, sussid., di cons., merci	24,22%	22,89%	22,26%	21,27%	21,14%
Servizi	38,90%	40,25%	39,20%	38,43%	37,62%
Godimento beni di terzi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Personale	27,94%	27,88%	27,83%	27,77%	27,72%
Var. rimanze finali	-0,92%	0,86%	0,04%	-0,03%	-0,10%
Oneri diversi di gestione	0,83%	0,43%	0,52%	0,51%	0,49%
Margine Operativo Lordo	4,03%	2,69%	5,16%	7,05%	8,13%
Amm.to imm.ni immateriali e mat.	1,38%	1,34%	1,30%	1,27%	1,23%
Svalutazioni e accantonamenti	0,65%	0,64%	0,63%	0,61%	0,59%



Ed, infine, i valori utilizzati per la ricostruzione del conto economico aggiustato sulle nuove assunzioni:

Descrizione	2025	2026	2027	2028	2029
Totale Valore della Produzione	1.806.507	1.860.702	1.916.523	1.974.019	2.033.240
Var (%)		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Costi della Produzione					
Materie prime, sussid., di cons., merci	437.601	425.826	426.563	419.827	429.861
Servizi	702.730	748.842	751.248	758.692	764.916
Godimento beni di terzi	90.325	93.035	95.826	98.701	101.662
Personale	504.692	518.783	533.296	548.245	563.642
Var. rimanze finali	-16.687	16.073	709	-531	-2.070
Oneri diversi di gestione	15.000	8.000	10.000	10.000	10.000
Margine Operativo Lordo	72.846	50.143	98.882	139.085	165.228
Amm.to imm.ni immateriali e mat.	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Svalutazioni e accantonamenti	11.731	12.000	12.000	12.000	12.000
Ammortamenti e svalutazioni	36.731	37.000	37.000	37.000	37.000
Margine operativo Netto (EBIT)	36.115	13.143	61.882	102.085	128.228
<i>Proventi Finanziari</i>					
<i>Oneri Finanziari</i>	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Proventi e oneri finanziari netti	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Rettifiche di valore					
Proventi e Oneri straordinari					
Risultato Ante Imposte	9.041	-58.493	-16.182	35.996	106.579
Imposte su reddito dell'esercizio	-2.522	0	0	-10.043	-29.736
	0				
Utile (perdite) d'esercizio	6.518	-58.493	-16.182	25.953	76.844

In considerazione alle stime ottenute dalla società è stato stimato il flusso di cassa libero a disposizione di tutti i creditori della società, detto Free Cash flow:

Descrizione	2025	2026	2027	2028	2029
Ebitda	72.846	50.143	98.882	139.085	165.228
OF	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Tasse	-2.522	0	0	-10.043	-29.736
FCF	43.249	-21.493	20.818	62.953	113.844

Al fine di stimare il valore attuale dei flussi prospettici attesi, si è provveduto ad attualizzare il flusso di cassa ottenuto dal conto economico aggiustato secondo le nuove assunzioni ad un tasso pari al costo medio del capitale stimato come media ponderata tra il costo medio del debito finanziario in essere sull'azienda e il costo del capitale di rischio apportato dall'ipotetico compratore aumentato da una maggiorazione dovuta alle ridotte dimensioni dell'azienda, al suo stato di azienda di soggetto insolvente e alla mancanza di garanzie della vendita coattiva.



Determinazione del tasso di riferimento

In linea teorica, il costo medio ponderato del capitale (tasso di riferimento) dovrebbe essere determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e di terzi esterni, quest'ultimo configurabile a titolo oneroso ed al netto della relativa incidenza fiscale.

La formula per la determinazione del CMPC è la seguente:

$$\text{CMPC} = K_c * (E/E+D) + (1-t) * K_d * (D/(E+D))$$

dove:

K _c	=	costo del capitale;
E	=	mezzi propri;
K _d	=	costo del debito;
D	=	indebitamento;
t	=	aliquota fiscale.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio, espressivo dei rischi associabili all'investimento, è definibile come tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio, e di norma si quantifica sulla base delle seguenti componenti:

- il saggio di remunerazione di investimenti "senza rischio";
- il saggio di remunerazione aggiuntivo considerando l'intensità del rischio d'impresa.

La prima componente sopra indicata non presenta particolari problemi inerenti alla sua stima, stante il fatto che di norma la stessa si assume pari al rendimento di investimenti a rischio praticamente nullo. La prassi generalmente seguita in sede valutativa individua in sostanza nel rendimento dei titoli pubblici una ragionevole misura di tale componente, che risulta pertanto stimabile nel 2,95% circa (pari al rendimento medio del BTP quinquennale in asta al 30 aprile 2025).



Costo del capitale di terzi

Nel caso di specie l'Azienda è priva di poste debitorie e patrimonialmente può essere considerata come costituita dalle sole immobilizzazioni materiali (attrezzature industriali e mobili di arredo) e da altre componenti immateriali (marchio, autorizzazioni, rapporti di lavoro e informazioni tecniche e commerciali).

Struttura finanziaria impiegata per la determinazione del costo del capitale

I coefficienti di ponderazione da impiegare per la definizione del costo del capitale sono stati determinati in funzione del costo del capitale di rischio ed in considerazione dell'assenza di capitale di terzi, prendendo a riferimento la situazione al 30 aprile 2025.

Il premio per il rischio è stato individuato nel 7,26% in base alle rilevazioni e agli studi di Damodaran. Per il settore della produzione di abbigliamento il coefficiente di correlazione al mercato (β) è dello 0,83%.

Alla luce di quanto indicato, il *costo medio ponderato del capitale* della Società, determinato sulla base dei parametri sopra illustrati, risulta pertanto il seguente:

- Tasso senza rischio	2,95%
- Premio per il rischio	7,26%
- Coefficiente Beta	0,83
- Costo del capitale proprio	8,98%
- Costo dei debiti onerosi verso banche	0,00%
- Aliquota fiscale	27,9%
- Incidenza del capitale proprio	100,00%
- Incidenza dei debiti bancari	0,00%
Costo medio ponderato del capitale (arrotondato)	9,98%

In considerazione del caso specifico di valutazione lo scrivente ritiene di applicare una maggiorazione al tasso di attualizzazione. Questa maggiorazione che per semplicità viene indicata come SSP (small size premium²) tiene in considerazione la

² Torchio F. Surana S – o 2013 - Effect of Liquidity on Size Premium and its Implications for Financial Valuations, pag. 4, tabella 1, valore minimo decimo percentile.



maggior rischio generalmente associata alle aziende di ridotte dimensioni. Inoltre, nello specifico, sotto il medesimo componente di rischio si intende comprendere una ulteriore componente definibile come distress premium, riferibile alla situazione di crisi aziendale di partenza della concedente l'azienda che incorpora di conseguenza un elemento di illiquidità³, e una componente derivata dalle modalità della vendita che essendo coattiva con la formula “vista e piaciuta ogni eccezione rimossa” non contempla le normali garanzie sulla consistenza di quanto trasferito. Questa componente di rischio è stimata nel 6,00%, che si colloca nella forbice compresa tra il 2,94% e il 12,06% definita da studi empirici su società quotate di ridotte dimensioni).

Detto ulteriore premio esprime quindi il maggior rischio che grava sul ramo di azienda oggetto della presente perizia e deriva:

- dagli aspetti dimensionali ed operativi del ramo di azienda oggetto di valutazione che rendono più difficile l'assorbimento delle manifestazioni di eventuali rischi operativi sistemici e idiosincratici;
- dalla esistenza di personale chiave non facilmente sostituibile;
- dalla presenza di una clientela limitata non legata da contratti continuativi;
- dalla maggiore incertezza circa la realizzabilità dei flussi reddituali assunti come rappresentativi della capacità prospettica dell'azienda in quanto derivanti da una ristrutturazione aziendale il cui esito non è ancora compiuto;
- dalla situazione di ripartenza dopo il default della Concedente;
- dalla mancanza delle consuete garanzie in merito alla consistenza dell'oggetto del trasferimento.

Pertanto, in ragione di quanto sopra rappresentato il tasso di attualizzazione è stato stimato in una percentuale complessiva del 14,98%.

³ Bini “La valutazione delle aziende in crisi” – Egea 2025 – pag 426.



Descrizione	Costo del capitale
Tasso risk free	2,95%
ERP (equity risk premium)	7,26%
Beta	0,83
Small Size Premium (SSP)	6,00%
Ke	14,98%

Attualizzazione dei flussi di cassa

Come sopra indicato la metodologia valutativa seguita prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa, calcolati in base alle previsioni finanziarie con riferimento ad un arco temporale di 5 esercizi, periodo 2025 – 2029.

Alla luce di quanto sopra esposto, lo sviluppo dei calcoli relativi alla determinazione dei cash-flows elaborati dalla Società riferiti agli esercizi 2025-2029 risultano i seguenti:

Descrizione	2025	2026	2027	2028	2029
Ebitda	72.846	50.143	98.882	139.085	165.228
OF	-27.074	-71.636	-78.064	-66.089	-21.649
Tasse	-2.522	0	0	-10.043	-29.736
FCF	43.249	-21.493	20.818	62.953	113.844
Tasso di attualizzazione	14,98%				
<i>Discount factor</i>	<i>0,86974824267</i>	<i>0,7564620056</i>	<i>0,6579315</i>	<i>0,572234766</i>	<i>0,497700182</i>
VA CF	37.616,01	- 16.258,93	13.696,95	36.024,09	56.660,05
Σ VA CF	127.738				
VA TV	210.946				
Totale	338.684				

Pertanto, attualizzando i flussi previsti al tasso del 14,98 % si ottiene un importo di euro 127.738 a cui aggiungere la stima del terminal value di euro 210.946 che incide per il 63,63% sul valore totale.

Riguardo ai flussi di cassa si rileva come nell'esercizio 2026 il flusso di cassa sia negativo (a causa di EBITDA non sufficiente a coprire gli oneri finanziari) mentre dal 2027 i flussi di cassa sono stimati positivi. Segue di conseguenza l'attualizzazione dei flussi.

Riguardo al terminal value, esso è stato determinato ipotizzando di usare un tasso di crescita g del 3%, applicato ai flussi di cassa stimati per l'ultimo anno oggetto



di stima; allo stesso modo ($wacc-g$) è pari a (14,98%-3%) mentre l'attualizzazione ad oggi del flusso è calcolata applicando il tasso di sconto dell'ultimo anno oggetto di previsione.

Arrotondando gli importi, il valore di riferimento probabile dell'azienda di proprietà della Liquidazione Giudiziale di Block Industrie S.r.l. è di euro 330.000.

Si segnala che tale valore, nel caso l'azienda debba essere esercitata in un immobile diverso da quello attualmente utilizzato sconta una ulteriore riduzione di valore che sulla scorta delle analisi effettuate dall'affittuario e riscontrate dal sottoscritto come attendibili viene determinata in euro 30.000.

Valutazione dei marchi.

Non risulta che allo stato vengano effettuate significative vendite presso il pubblico utilizzando marchi di proprietà della società Block Industrie S.r.l. in Liquidazione Giudiziaria. Non avendo il requisito della notorietà presso il pubblico, i marchi utilizzati per la vendita dei prodotti ai clienti imprenditoriali in qualità di contoterzista fasonista non sono suscettibili di valutazione autonoma e separata dal complesso aziendale. Dall'analisi effettuata non pare, infatti, che possano avere un ruolo effettivo di caratterizzazione del prodotto che possa generare autonoma attrattiva verso lo stesso da parte di soggetti non ancora clienti o che incrementi la fidelizzazione dei clienti già esistenti. Tali effetti sono, ad oggi, il risultato dell'attività delle persone chiave nei ruoli apicali dell'azienda che tramite le proprie competenze e conoscenze personali propongono ai clienti effettivi e potenziali i prodotti aziendali e rispondono alle richieste degli stessi.

Valutazione della società Block Industriale S.r.l. .

Block Industries S.r.l., come detto, è la società affittuaria dell'azienda. È stato richiesto di formulare una valutazione in continuità aziendale della stessa per l'ipotesi che la curatela possa valutare opportuno cedere il complesso aziendale dopo un conferimento in tale società. Il fatto che la Società non possieda l'azienda che sta esercitando e che sia stata costituita da poco tempo rendono possibile l'utilizzo



di un metodo patrimoniale semplice per la valutazione, con l'integrazione del valore dell'azienda testé individuato nel caso in cui si ipotizzi la vendita dopo l'eventuale conferimento dell'azienda stessa.

L'unica svalutazione effettuata rispetto ai valori contabili ha avuto riguardo alle spese pluriennali capitalizzate che non sono rappresentative di alcuna effettiva attività recuperabile ma sono la modalità contabile di rappresentazione che consente di far partecipare tramite l'ammortamento una spesa sostenuta a più esercizi nei quali dispiega la propria utilità. Le altre voci, già commentate al paragrafo 3.2.1 pag. 18 sono state apprese al valore nominale.

In tale scenario la stima del valore alla data di riferimento del 30 aprile 2025 è di euro 56.0410 arrotondato ad euro **55.000** dato dall'individuazione di un valore recuperabile delle poste attive al netto delle passività da estinguere come di seguito in dettaglio:

Descrizione	Valore contabile al 30/4	Valore recuperabile
Crediti verso Soci	7.500	7.500
Immobilizzazioni	-	-
Imm. Immateriali	28.629	3.244
Imm. Materiali (attrezzature)	1.692	1.692
Imm. Finan.	-	-
Rimanenze	189.884	189.884
Crediti	161.983	161.983
Altri crediti	121.380	121.380
Crediti Tributari	84.614	84.614
Disponibilità Liquide	49.609	49.609
Totale attivo (A)	645.291	619.906
Passività:		
Fondo TFR	- 21.192	-21.192
Debiti verso banche		
Debiti verso fornitori	- 256.020	-256.020
Debiti Tributari e Prev.	- 134.532	-134.532
Altri debiti	- 152.121	-152.121
Totale Passività (B)	- 563.865	-563.865
Valore società	81.426	56.041

Nel caso in cui la curatela optasse per il conferimento dell'azienda di proprietà della Block Industrie S.r.l. in Liquidazione Giudiziaria nella Società, si avrebbe un



aumento del patrimonio netto pari al valore dell'azienda come già individuato tale per cui il valore della Società conferitaria andrebbe ad incrementarsi ad euro 385.000 come sommatoria tra valore della società di euro 55.000, e il valore stimato dell'azienda di euro 330.000.

Come già riferito a tale valore occorrerebbe sottrarre i costi stimati di trasferimento di almeno euro 30.000 ove l'azienda dovesse essere esercitata in un immobile diverso dall'attuale, giungendo così ad un valore di euro 355.000.

Conclusioni

Tenuto conto di quanto esposto, il sottoscritto perito afferma che il valore di alla data del 30 aprile 2025 attribuibile al ramo di azienda di proprietà di Block Industries S.r.l. in liquidazione giudiziale **è determinato in euro 330.000** per il caso rimanga essere esercitata nell'attuale sito produttivo.

Nel caso invece sia necessario trasferire l'azienda in altro sito produttivo il valore si riduce ad **euro 300.000**.

Il valore individuato comprende anche il valore dei marchi esistenti non utilizzati nei confronti del pubblico.

Il valore della società Block Industries S.r.l. affittuaria dell'azienda alla medesima data di riferimento è individuabile in **euro 55.000**. In caso di conferimento in tale società dell'azienda affittata ed esercizio della medesima nell'attuale sito produttivo, il valore aumenta ad **euro 385.000**.

Nel caso invece sia necessario trasferire l'azienda in altro sito produttivo il valore si riduce ad **euro 355.000**.

Con quanto esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico professionale affidatogli in buona fede, secondo scienza e conoscenza e in ottemperanza agli obblighi di legge.

In fede


Stefano D'Amora