

**TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO**  
**SEZIONE SECONDA CIVILE**

**Liquidazione Giudiziale HPS V.S. S.r.l. -**

**R.G. 71/2024**

**Giudice Delegato dott.ssa Caterina Macchi**

**Curatore dott. Fulvio Pizzelli**

**PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA POSSEDUTA DA**

**HPS V.S. S.R.L.**

*Perito:*  
*dott.ssa Maddalena Dal Moro*  
*Largo Richini 2/a*  
*20122 - Milano*  
*dalmoro@stmdm.com*

La sottoscritta, Maddalena Dal Moro, nata a Portogruaro (Venezia), l' 8 dicembre 1967, domiciliata in Milano, Largo Richini 2/a, iscritto al Registro dei Revisori Contabili e all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano, è stata nominata dal Curatore della Liquidazione Giudiziale di HPS V.S. S.r.l. in Liquidazione (in seguito " HPS V.S. S.r.l." o la "Società"), dott. Fulvio Pizzelli, perito estimatore della Procedura conferendo alla stessa l'incarico di valutare l'azienda di pertinenza della Società individuando così il prezzo di vendita da indicare nel bando d'asta per l'espletamento della gara competitiva ex art. 214 CCII.

\* \* \*

## INDICE

1. PREMESSA .....	3
1.1. Oggetto e finalità dell'incarico .....	3
1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore .....	3
2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO .....	4
2.1 La documentazione esaminata.....	4
2.2 Il giudizio di affidabilità dei dati esaminati.....	5
2.2. Lo stato degli immobili all'interno dei quali è svolta l'attività.....	5
2.3. Il perimetro oggetto di valutazione e le assunzioni .....	6
3. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA.....	7
3.1. Premessa .....	7
3.2. Breve disamina dei metodi valutativi .....	8
3.3. La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie .....	10
4. APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE .....	12
4.1 La stima di R .....	12
4.2 La stima di $n$ .....	13
4.3 La stima di $i$ .....	14
4.4. Sintesi della valutazione con il metodo reddituale .....	15
5. CONCLUSIONI.....	16

Una breve premessa è necessaria non solo per inquadrare il perimetro dell'Azienda oggetto di valutazione, ma per disegnare il contesto da cui trarranno argomentazione le conclusioni alle quali perverrò nella valorizzazione dell'avviamento.

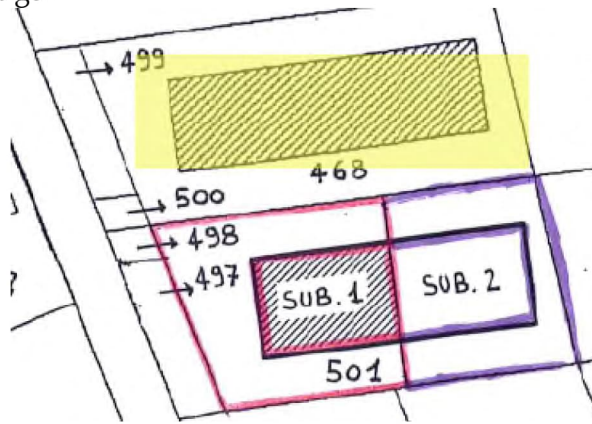
## 1. PREMESSA

### 1.1. Oggetto e finalità dell'incarico

L'incarico ha per scopo l'individuazione, la descrizione e la valutazione dell'Azienda detenuta dalla società HPS V.S. S.r.l. in liquidazione giudiziale rappresentata dall'attività di carrozzeria e officina per la riparazione di veicoli in genere.

La Società era stata costituita nel settembre del 2020 e aveva ricevuto l'Azienda a seguito di un conferimento, in pari data, dall'impresa individuale [redacted]. Nel giugno del 2021 H.P.S. V.S. aveva sottoscritto con il sig. [redacted] un contratto di compravendita di immobili con patto di riservato dominio risolto in data 22.03.2023.

L'Azienda è stata gestita in proprio fino al mese di novembre del 2022 nel comune di Villalvernia presso 3 siti attigui



così descritti:

			note
1	Particella 501 sub. 2	immobile di proprietà di HVS V.S. S.r.l.	la LG deve venderlo
2	Particella 501 sub. 1	immobile oggetto di un contratto di leasing intestato a [redacted] e conferito da quest'ultimo - senza assenso del proprietario - in HVS V.S.	HVS V.S. e ora HVS Carbon lo occupano senza titolo
3	Particella 468	detenuto da HPS VS in base a contratto di compravendita con riserva di proprietà stipulato con il Sig. [redacted]	la LG deve restituirlo al proprietario

Tra il 2021 e il 2022 erano state aperte altre due unità locali, nei pressi di Milano, a Peschiera Borromeo e a Crevalcore (BO), cessate nello stesso anno 2022.

Nel novembre del 2022 HVS V.S. S.r.l. ha sottoscritto un contratto di affitto di ramo d'azienda con la società HPS Carbon Manufacturing S.r.l. (costituita nel marzo del 2021) che esercita tutt'ora l'attività di carrozzeria e officina occupando gli immobili sopra descritti.

Alla data della dichiarazione di liquidazione giudiziale la Società è proprietaria di alcuni impianti e macchinari, taluni di modesto valore, dei quali si darà evidenza in seguito e rientranti nel perimetro dell'Azienda data in affitto.

### 1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore

Nell'affrontare una valutazione, l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre consente di individuare il valore generale del capitale economico di un'azienda e dunque il suo valore di riferimento in base al quale la stessa

può essere negoziata tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire, nel possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il valore generale, in linea di massima, non riflette considerazioni di natura soggettiva legate al venditore o al potenziale acquirente, né apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono successivamente nella determinazione del **prezzo finale**. Pertanto la valutazione dovrebbe rispecchiare la realtà specifica del bene Azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.) privilegiando criteri che conducano a risultati quanto più possibili oggettivi, considerando l'Azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa; tutto ciò, però, **nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa in capo al potenziale acquirente.**

Ed è proprio quest'ultima considerazione che richiede un'ulteriore riflessione nell'esaminare il caso di specie e sulla quale è necessario soffermarsi.

Infatti, se da un lato i risultati economici positivi analizzati e normalizzati, fanno emergere un valore positivo dell'avviamento (un *goodwill*), dall'altro, c'è una assoluta precarietà dei luoghi in cui viene attualmente esercitata l'attività e ciò non può non influire negativamente sulla valorizzazione dell'avviamento per tener conto da un lato del possibile rischio di sviamento della clientela e dall'altro dei costi che il trasferimento dell'attività in altri luoghi potrebbe comportare.

\* \* \*

## 2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

### 2.1 La documentazione esaminata

La scrivente ha iniziato la propria attività in data 11.03.2024 compiendo un accesso presso le sedi operative in Villalvernia dove ha incontrato il curatore della Liquidazione Giudiziale, dott. Fulvio Pizzelli e , amministratore unico della affittuaria H.P.S. Carbon Manufacturing.

In seguito è stata acquisita tutta la documentazione e gli elaborati contabili occorrenti.

In particolare, al sottoscritto estimatore è stata messa a disposizione - tra le altre - la seguente documentazione:

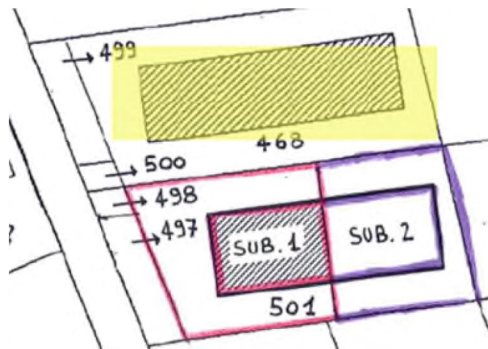
- 1) Atto costitutivo H.P.S. V.S. S.r.l.
- 2) Il bilancio di verifica al 31.12.2020 - 2021 e 2022 di H.P.S. V.S. S.r.l.
- 3) Il bilancio al 31.12.2022 e 2023 di H.P.S. Carbon Manufacturing S.r.l.
- 4) Il bilancio di verifica 2023 di H.P.S. Carbon Manufacturing S.r.l.
- 5) Contratto di locazione HPS V.S. - H.P.S. Carbon Manufacturing S.r.l.
- 6) Contratto di affitto d'Azienda HPS V.S. - H.P.S. Carbon Manufacturing S.r.l.
- 7) Mappa Catastale Villalvernia
- 8) Visure storiche della società HPS V.S. - H.P.S. Carbon Manufacturing
- 9) Contratto con riserva di proprietà
- 10) Accordo quadro RC Top Car e H.p.s. Carbon Manufacturing
- 11)

## 2.2 Il giudizio di affidabilità dei dati esaminati

Le risultanze dei dati economici non sono state considerate affidabili con riguardo alle finalità che esse rivestono nell'ambito della presente relazione di stima.

### 2.2. Lo stato degli immobili all'interno dei quali è svolta l'attività

Ai fini che qui interessa, si deve trattare, seppur brevemente lo stato degli immobili all'interno dei quali è svolta l'attività e i rapporti giuridici che li riguardano.



Premesso che **tutti gli immobili sono oggetto di un contratto di locazione sottoscritto tra H.P.S. V.S. e HPS Carbon in data 29.10.2022** e con decorrenza dal 01.11.2022 fino al 31.10.2028:

- L'unico immobile di proprietà della liquidazione giudiziale è **il sub. n. 2 della particella 501** che è oggetto di una perizia di stima ai fini della vendita competitiva che verrà svolta dalla curatela.
- **Il sub. n. 1 della particella 501** è l'immobile che H.P.S. V.S. deteneva *sine titulo* perché di proprietà di Carige Leasing Spa (ora Sarda Leasing); il contratto di leasing è sempre stato intestato al sig. [ ] che l'aveva conferito, senza autorizzazione della Proprietà, in H.P.S. V.S. Il contratto di leasing è stato risolto il 07.07.2023 e parrebbe che la Proprietà abbia promosso un procedimento ex art. 702 c.p.c. nei confronti del suddetto [ ]. H.P.S. V.S. e conseguentemente H.P.S. Carbon occupano indebitamente l'immobile.
- Infine, l'immobile posto sulla **particella 468 sub 5** era detenuto da H.P.S. V.S. in base a contratto di compravendita con riserva di proprietà stipulato con il [ ]; il curatore si è formalmente sciolto dal contratto nel corso del mese di aprile 2024 e si è attivato per la restituzione dell'immobile al proprietario.

Alla luce di quanto precede e tenuto conto del contratto di locazione in corso tra H.P.S. V.S. e HPS Carbon, il curatore ha riferito che è sua intenzione chiedere al giudice l'autorizzazione alla sua risoluzione sia perché prevede la locazione di unità immobiliari di cui H.P.S. V.S. non può disporre, sia perché è di durata superiore a quella che gli consente di sciogliersi dal contratto entro un anno dalla data di apertura della Procedura ex art. .... CCII.

Ciò comporta inevitabilmente una situazione di assoluta incertezza del luogo in cui l'attività potrà essere svolta incidendo sulla valorizzazione dell'azienda, per come si dirà in seguito, che dovrà scontare l'onere stimato per il suo trasferimento in altro sito produttivo.

### 2.3. Il perimetro oggetto di valutazione e le assunzioni

Il Ramo d'Azienda oggetto di valutazione è costituito dagli elementi organizzati, ai sensi dell'art. 2555 c.c., per l'esercizio dell'impresa già esercitata dalla H.V.S. V.S..

Più precisamente, gli elementi che compongono il Ramo d'Azienda sono di seguito elencati:

- **beni materiali:** attrezzature, macchinari e beni di proprietà elencati nell'all. "A" del contratto di affitto del ramo d'azienda molti dei quali, rappresentati da materiali di consumo.

ALLEGATO "A" CONTRATTO AFFITTO RAMO AZIENDA HPS VS SRL	
•	Cod 01 Cat 04 (il cod fa rif al libro cespiti) N 1 IMPIANTO CON 7 CABINE PER CARROZZERIA NOVAVERTA
•	Cod 06 N 1 IMPIANTO CON 8 CABINE FUTURA
•	Cod 01 cat 05 COMPRESSORE SILENZIATO A VITE MSA20
•	COD 02 LAVAPISTOLE MOD L20
•	COD 04 FESTO ASPIRATORE
•	COD 08 GENERATORE DI VAPORE BLACK HAWK
•	COD 15 TURBOCOMPRESSORE matr xi701268000037
•	COD 16 CARRELLO BETA COMPLETO
•	COD 30 AEROGRAFO 4600
•	COD 31 AIRFLOW REGULATOR
•	COD 32 SATAJET
•	COD 33 SATAJET
•	COD 01 CAT 08 N 1_PC RUOTE VAMAG
•	COD 02 STAMPANTE RICOH IMC3000
•	COD 03 TERMINALE PRESENZE M350 + software
•	COD 01 CAT 09 FURGONE FIORINO tg CG991EN
•	COD 02 CAT 19 CENTRALINO DI DISTRIBUZIONE
•	N 2 TARGHE PROVA Tg 2HpS2020 Tg 1HpS2020
•	N 1 BOX UFFICIO interno capannone
•	ARREDO n 3 UFFICI
•	ATTREZZATURE VARIE E MINUTE

Durante il sopralluogo eseguito, si è presa visione dei beni e del loro stato di manutenzione. Quello che appare più significativo in termini di valore e in buone condizioni d'uso, è l'impianto composto da n. 1 forno di verniciatura con n. 6 aree di preparazione riscaldate "Nova Verta".

Esso è qui di seguito raffigurato:



L'impianto è stato acquistato nel 2021 al prezzo di € 290.000 oltre Iva e nel 2023 ha un valore contabile di € 246.500 che si ridurrà nel 2024 a circa € 200.000.

Considerato che tali beni andranno smontati per essere trasferiti nel luogo dove si trasferirà l'attività, si ritiene di abbattere il valore contabile residuo del 70% stabilendo quindi una stima pari a € 21.000.

Gli altri beni sono molto usurati e ad essi si attribuisce un valore complessivo pari a € 4.000.

Complessivamente quindi **il valore dei beni materiali è stimato in € 25.000** e di esso si terrà conto nella valutazione complessiva dell'Azienda.

**- i rapporti con n. 14 dipendenti** elencati nell'elenco Allegato B all'atto di Affitto d'Azienda

ATTO AFFITTO RAMO HPS DIPENDENTI				
MATRICOLA DIPENDENTI	DATA ASSUN	Importo netto stipendio		ratei 13° costo azienda al 31/10/2022
		Ottobre	TFR al 31/10/22	
0000012	18/01/2021	2.589,00	3.097,53	2.656,64
0000026	04/11/2021	903,00	771,84	775,77
0000002	02/03/2012	1.608,00	8.779,25	1.271,39
0000030	03/01/2022	1.943,00	1.657,31	1.863,40
0000039	21/06/2022	1.477,00	383,90	395,68
0000005	12/06/2019	1.257,00	4.891,89	1.620,56
0000006	23/09/2020	1.895,00	2.631,78	1.187,02
0000022	20/09/2021	1.523,00	1.450,09	1.395,36
0000028	14/12/2021	1.659,00	1.030,45	1.187,02
0000033	24/01/2022	979,00	663,53	707,41
0000034	24/01/2022	1.710,00	872,61	1.055,13
0000035	02/02/2022	1.672,00	1.184,43	1.425,50
0000036	19/05/2022	1.804,00	488,63	527,57
0000037	01/06/2022	2.142,00	485,63	527,57
		23.161,00	28.388,85	16.596,01

**- tutti i beni immateriali** rappresentati da liste clienti, know-how commerciale, il marchio aziendale, le autorizzazioni, le certificazioni, le licenze e i permessi relativi all'attività del Ramo d'Azienda.

Restano, al contrario, espressamente esclusi i crediti e i debiti nonché tutte le passività e le responsabilità, attuali o potenziali, relative al Ramo d'Azienda, che traggano la propria origine da eventi anteriori alla data di efficacia del futuro contratto di cessione, nonché i rapporti giuridici non espressamente indicati.

### 3. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA

#### 3.1. Premessa

Come anticipato al paragrafo 1.2, presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

## 3.2. Breve disamina dei metodi valutativi

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

### 3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice costituisce un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

### 3.2.2. Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

### 3.2.3. Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni;
- c) attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

### 3.2.4. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

Sono misti quei metodi che esplicitano in un'unica formula logica di valutazione di tipo patrimoniale e di tipo reddituale. Sono i metodi maggiormente utilizzati nell'Europa continentale e anche in Italia. Fino agli anni Ottanta, sono stati raccomandati dall'Unione Europea degli esperti economici e Finanziari ( UEC ), successivamente tale organismo ha preferito metodi finanziari e reddituali anche in considerazione del mutare della struttura delle aziende che hanno dislocato le unità produttive in società all'estero ( Est Europeo e Asia ).

Inoltre anche se la possibilità di ricorrere a metodi di valutazione sintetici pare ora implicitamente rafforzata dal disposto dell'art. 2343 cod. civ. che, nella sua nuova formulazione risultante dal D. Lgs.



17 gennaio 2003, n. 6 di riforma delle società di capitali, non chiede più l'indicazione del valore attribuito ai singoli beni, ciò non toglie, comunque, l'importanza delle valutazioni patrimoniali soprattutto dove, per legge, il valore unico derivante dal processo di valutazione deve essere poi attribuito-distribuito sulle componenti attive e passive del patrimonio aziendale.

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che la componente reddituale consiste nell'attualizzazione di un sovra-sottoreddito rispetto al reddito normale attribuibile all'azienda valutando sulla base di un tasso di remunerazione calcolato per le imprese del settore di appartenenza.

La formula del metodo assume differenti conformazioni a seconda che si consideri un orizzonte temporale limitato o illimitato e un profitto medio atteso o stimato puntualmente per alcuni esercizi.

### 3.2.5. Il metodo misto EVA

Tale metodo (EVA - *Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle *performance* aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

### 3.2.6. Il metodo Discounted Cash Flow

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario. E', infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità. Il momento di maggiore criticità è costituito dalla difficoltà propria della determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

### 3.2.7. I metodi dei multipli

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. Il suo momento critico risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa, e tale volatilità mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità propria della valutazione in oggetto. Il che peraltro consente l'impiego di tale metodo quale metodo di controllo.

### 3.3. La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie

Alla luce delle considerazioni sopra svolte e

- della tipologia dell'attività oggetto di valutazione,
- della mancata presenza di significativi elementi patrimoniali che rappresentino un driver di valore per la società,
- della presenza di elementi immateriali quali contratti, know-how, forza lavoro,

si ritiene opportuno il ricorso, quale metodo di base, al metodo reddituale nella versione sintetica.

Tale metodo,

- consente di esaminare la società in un'ottica dinamica, considerandola un'entità vivente, il cui funzionamento è strettamente connesso al reddito atteso;
- consente di misurare la performance aziendale, poiché in tale metodo il reddito ne è considerato un importante indicatore;
- presenta il requisito della universalità di applicazione;
- subordinatamente alla verifica della affidabilità dei dati previsionali, in ordine alla quale si rinvia a quanto anzi rappresentato, consente di esprimere il valore implicito del know-how e dell'avviamento;
- non di meno, tale metodo è imprescindibile ai fini della valutazione di realtà, quale quella oggetto, caratterizzate dall'assenza di beni materiali significativi e da una grande rilevanza anche di elementi intangibili di difficile valutazione analitica, quali i know-how e il valore attribuibile al fattore "umano" e quindi apportato dal management e dal personale dipendente della società.

Con questo metodo, per determinare il valore del capitale economico si deve procedere a quantificare il "*reddito normalizzato*" dell'azienda, vale a dire il reddito realizzabile in condizioni normali di mercato senza tenere conto di accadimenti eccezionali o estranei alla gestione.

Per la stima del reddito medio normale atteso, la dottrina e la prassi prevedono due metodi principali:

- il metodo dei **risultati storici**, secondo il quale, per valutare la capacità futura di reddito si prendono in riferimento i risultati economici storici "normalizzati" realizzati negli esercizi più recenti;
- il metodo della **proiezione dei risultati attesi**, con il quale i risultati economici attesi sono rilevati sulla base di previsioni realistiche inserite in un piano industriale e relativo ad un arco temporale inferiore a 4/5 anni, in considerazione anche delle politiche aziendali, dei prezzi attesi, dell'andamento del mercato ecc.

Ovviamente il calcolo del reddito normale atteso non può prescindere dallo specifico contesto in cui si trova ad operare la società e dunque quanto sopra espresso va posto in relazione alle circostanze aziendali oggetto di valutazione. Come si è detto al paragrafo 1.2, l'Azienda è stata oggetto di affitto nel novembre del 2022 permettendo la continuità dell'attività anche dopo la dichiarazione della liquidazione giudiziale.

L'assenza di un qualsivoglia piano industriale o almeno di un budget affidabile, non permette una stima puntuale basata su risultati prospettici.

Quindi, al fine della determinazione del valore dell'Azienda, la scrivente ha analizzato tutti i bilanci di verifica della Società ed ha altresì analizzato i dati messi a disposizione dall'affittuaria H.V.S.

Carbon per l'esercizio 2023 e ciò al fine di individuare quale sia l'anno più rappresentativo da cui trarre i dati economici sui quali fondare la stima.

La serie storica dei dati economici non è così ampia tenuto conto del fatto che **(i)** l'anno 2020 è poco rappresentativo dato che la Società è stata costituita nel mese di settembre, **(ii)** il 2021 è un anno completo di esercizio dell'attività e chiude con un utile netto di € 130.424 infine **(iii)** il 2022 è l'anno in cui vi è stato l'affitto dell'Azienda e dunque anch'esso poco rappresentativo stante anche il risultato registrato fortemente negativo per effetto della presenza di rami aziendali dismessi e non più attuali.

Il sottoscritto perito, pertanto, si è trovato a dover valutare un'azienda con pochissimi anni di storia riconducibili a una gestione unitaria e, tra essi, l'esercizio 2021 rappresenta sicuramente quello in cui i dati economici sono maggiormente affidabili e possono rispecchiare una realtà ancora attuale.

Si è quindi proceduto a quantificare il "*reddito normalizzato*" dell'azienda partendo dai dati economici del 2021 senza tenere conto di accadimenti eccezionali o estranei alla gestione dell'azienda; per tale motivo nella individuazione di tale grandezza sono stati eliminati tutti i costi/ricavi che non sono propri della gestione caratteristica aziendale e che non hanno carattere di ripetibilità nel tempo in quanto legati ad accadimenti di carattere straordinario o transitorio come:

- componenti reddituali straordinari
- ricalcolo delle imposte sul nuovo reddito determinato
- elementi non attinenti alla gestione dell'impresa
- elementi che non saranno ripetibili nella gestione del potenziale acquirente
- specifiche politiche di bilancio.

Il "*reddito normalizzato*" così individuato è stato attualizzato per un arco temporale prestabilito ad un tasso di attualizzazione "*i*" sulla base della formula  $W = R \cdot a^{-n \cdot i}$  che rappresenta il valore attuale di una rendita annua posticipata di durata definita in *n* anni dove:

W	=	valore dell'azienda
R	=	reddito medio normalizzato
$a^{-n \cdot i}$	=	fattore di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione "*i*" esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale proprio.

Si determina come sommatoria di più componenti: più in particolare come somma del tasso riconosciuto per gli investimenti privi di rischio, aumentato del tasso di rischio di settore in cui l'azienda opera e da altre componenti di rischio intrinseco aziendale e di carattere contingente.

Sulla base di quanto sopra espresso e come precedentemente anticipato, la scelta del metodo reddituale è stata ritenuta la più opportuna per la valutazione dell'Azienda considerando la minor rilevanza della struttura patrimoniale rispetto alla capacità reddituale futura dell'azienda.

## 4. APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE

### 4.1 La stima di R

R è stato identificato come Reddito ritraibile dalla gestione aziendale e calcolato partendo dal reddito operativo normalizzato del 2021 e quindi ante gestione straordinaria e ante imposte. Nella determinazione di questo valore si è tenuto conto, fra le altre, del canone di affitto dell'immobile ove è svolta attualmente l'attività ipotizzando un allineamento a tale valore in ipotesi di trasferimento del sito produttivo.

Il reddito normalizzato così calcolato è pari a Euro 151.283 come evidenziato nella tabella che segue.

Bilanci in linea HPS VS Srl		normalizzato
COSTI	2021	2021
Descrizione	<i>esercizio pieno</i>	
Ricavi delle vendite e delle	24.124	24.124
Costi della produzione	2.480.095	1.409.669
Acquisti di materie prime	262.754	262.754
Acquisizione di servizi	1.634.782	523.431
Godimento beni di terzi	200.354	194.836
Costi per il personale	340.380	411.619
Stipendi e salari	253.832	
Contributi su stipendi e	58.717	
Accantonamento TFR	24.832	
Altri costi del personale	746	
Trasferte dipend. fuori dal	990	
Contributi Inail	1.263	
Ammortamento delle	-	-
Variazioni delle rimanenze	-	-
Accantonamenti per rischi	7.955	7.955
Oneri diversi di gestione	33.870	9.074
Oneri finanziari	7.294	-
Oneri finanziari	7.294	-
Oneri tributari di competenza	19.977	19.977
Imposte correnti	2.777	2.777
IRAP	2.777	2.777
IRES	-	-
Imposte differite (anticipate)	17.200	17.200
IRAP	3.413	3.413
IRES	13.787	13.787
Costi della produzione Bologna	139.581	
Acquisto materie prime sussid	77.619	
Acquisizione di servizi	9.425	
Godimento di beni di terzi	52.538	
Altri oneri di gestione	-	
Costi della produzione Milano	568.479	
Acquisto materie prime e	264.640	
Acquisizione di servizi	300.673	
Godimento di beni di terzi	3.167	
<b>TOTALE COSTI</b>	<b>3.239.549</b>	<b>1.453.770</b>
<b>UTILE D'ESERCIZIO</b>	<b>130.424</b>	<b>151.283</b>
<b>TOTALE A PAREGGIO</b>	<b>3.369.974</b>	<b>1.605.052</b>

RICAVI	2021	2021
Descrizione		
Valore della produzione	2.156.478	1.605.052
Ricavi delle vendite e delle	1.955.154	1.527.548
Altri ricavi e proventi	201.324	77.504
Valore della produzione	149.593	0
Ricavi delle vendite Bologna	99.593	0
Altri Ricavi e proventi Bologna	50.000	0
Valore della produzione Milano	794.673	0
Ricavi delle vendite e prestaz	794.673	0
Variazioni delle rimanenze	269.230	0
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>3.369.974</b>	<b>1.605.052</b>

Il reddito normalizzato, al fine di stabilire il *reddito atteso R*, deve essere ulteriormente rettificato come segue :

Descrizione	2021
Risultato netto	151.283
- Imposte	19.977
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>171.260</b>
'- Valorizzazione perdite fiscali utilizzabili	
- Gestione straordinaria	0
- Costi non inerenti	
<b>Risultato normalizzato</b>	<b>171.260</b>
Ponderazione risultato ante gestione straord. e costi non inerenti	0,00
Reddito normalizzato medio ponderato	171.260
Fiscalità latente	27,90% 47.781
<b>REDDITO MEDIO ATTESO (R)</b>	<b>123.478</b>

#### 4.2 La stima di $n$

In dottrina, convenzionalmente, si utilizzano orizzonti temporali illimitati o riferiti ad un numero determinato di anni; i primi sono indicati per la valutazione di aziende costantemente in utile che hanno una capacità continua di generare valore; i secondi, invece, vengono utilizzati nella valutazione di aziende per le quali questa situazione non è verificabile e pertanto non si può che assumere una limitata capacità reddituale nel tempo.

La durata di tali orizzonti temporali, inoltre, varia a seconda della struttura finanziaria ed economica dell'azienda da valutare; nel caso di aziende in precario equilibrio economico/finanziario la durata viene stimata normalmente in tre anni.

Per aziende con un normale equilibrio economico/finanziario la durata viene invece stimata dai cinque ai dieci anni (mediamente in sette).

Con riferimento all'azienda da valutare, viste le considerazioni svolte nel paragrafo che precede si ritiene ragionevole utilizzare nella valutazione **un arco temporale di 3 anni**.

### 4.3 La stima di $i$

Il tasso d'interesse normale  $i$  da applicarsi al capitale netto rettificato, deve esprimere una misura di rendimento giudicata soddisfacente, tenuto conto del rendimento medio del settore in cui l'azienda opera.

Tale tasso si ottiene generalmente dalla sommatoria dei seguenti elementi:

1. il rendimento di investimenti privi di rischio (quali ad esempio i titoli di Stato a media scadenza);
2. il premio per il rischio;
3.  $\beta$  levered di settore.

#### *Remunerazione investimenti privi di rischio*

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso di interesse di titoli corporate con rating "AAA" ovvero titoli emessi da enti sovrani di paesi OCSE come l'Italia e tipicamente dal rendimento dei titoli di Stato a medio o lungo termine.

Il sottoscritto estimatore ha preso in considerazione il tasso di rendimento dei BPT a tre anni pari allo 3,24%

Tasso free risk ( $r$ ) prescelto **3,24%**

#### *Premio per il rischio*

L'intensità del rischio d'impresa è composta da un rischio sistematico  $s$  pari a  $(r_m - r)$  e da un coefficiente di rischio specifico " $\beta$ " e può essere meglio illustrata dalla seguente formula:  
premio per il rischio specifico  $s = (r_m - r) \times \beta$

ove:

$r_m$  = tasso di rendimento medio degli investimenti azionari.

$r$  = rendimento dei titoli privi di rischio

Quindi tale grandezza può essere determinata come differenziale tra il rendimento medio ritraibile da investimenti nei mercati azionari e obbligazionari " $r_m$ " (in genere quello di borsa) rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio " $r$ "; a tale differenziale è applicato l'indice di rischiosità " $\beta$ " di settore per misurare il rischio della specifica azienda.

Si assume il 5% come tasso di rendimento medio del mercato azionario.

### Coefficiente beta ( $\beta$ )

L'indice ( $\beta$ ) è una misura della volatilità relativa di un'azione rispetto al mercato nel suo complesso. Più specificamente, indica quanto l'andamento del prezzo di un'azione varia rispetto all'andamento del mercato di riferimento, spesso rappresentato da un indice, come ad esempio l'indice S&P 500.

Nel metodo reddituale ( $\beta$ ) è utilizzato per stimare il tasso di sconto appropriato da applicare ai flussi di cassa futuri dell'azienda. Questo tasso di sconto tiene conto del rischio associato all'investimento nell'azienda. Aziende con un indice ( $\beta$ ) più elevato sono considerate più rischiose e richiederanno un tasso di sconto più alto, mentre aziende con un indice ( $\beta$ ) più basso saranno considerate meno rischiose e richiederanno un tasso di sconto più basso.

In sostanza, l'indice ( $\beta$ ) fornisce un modo per quantificare il rischio relativo di un'azienda rispetto al mercato,

Nel caso di specie si può utilizzare un indice  $\beta$  rilevato per il settore della componentistica auto al quale è legato l'attività esercitata oggetto di valutazione che è pari a 0,95.

Il tasso  $i$  diviene quindi pari al 6,81%, considerando un tasso di rendimento di investimenti privi di rischio pari a 3,24 % punti percentuali e aggiungendo un premio per il rischio pari a 3,57 punti.

$$s = \beta (r_m - r)$$

Differenziale tra rendimento aleatorio di mercato e rendimento certo

$\beta$	0,95
$r_m$	7,00%
$r$	3,24%
$s$	3,57%

$$i = 3,24\% + 3,57\% = \boxed{6,81\%}$$

#### 4.4. Sintesi della valutazione con il metodo reddituale

Sulla base di quanto sopra ampiamente evidenziato il valore dell'Azienda della società H.P.S. P.V. S.r.l. determinato applicando la metodologia reddituale precedentemente illustrata, ed esplicitata dall'applicazione della formula:

Variabile	Valore
R	123.478,29
n	3
i	6,81%
a   n,i'	2,63

#### EQUITY VALUE

$$W_m = R \times a | n, i \quad \boxed{325.162,32}$$

$W = R a n^{-i}$ , è pari ad Euro 325.000 (arrotondato).

Tale valore dell'Azienda è da intendersi come capacità di generare reddito in futuro, coincidente col valore dell'avviamento.

Esso deve essere ridotto dei costi che l'aggiudicatario dell'Azienda dovrà ragionevolmente sostenere per trasferire i beni e riorganizzarla presso un altro sito. Tale è, infatti, l'approccio più prudente che si ritiene di dover assumere in mancanza della certezza che l'attività possa essere proseguita nei locali oggi occupati dall'affittuaria H.P.S. Carbon e già prima dalla H.P.S. V.S..

Tali costi si stimano ragionevolmente in Euro 75.000 oltre iva.

Il valore diviene dunque pari a € 250.000:

<b>Valore Azienda</b>		<b>325.000</b>
<hr/>		
Riduzioni:		
spese trasferimento	-	75.000
<b>Valore Netto</b>		<b>250.000</b>

## 5. CONCLUSIONI

Il sottoscritto estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del presente incarico, dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, determina **il valore dell'Azienda sopra descritta unitamente all'impianto e alle attrezzature varie minute** di proprietà della società H.P.S. V.S S.r.l. in Liquidazione in Euro 275.000,00 (duecentosettantacinquemila/00).

<b>Valore Azienda</b>		<b>325.000</b>
<b>Valore beni materiali (cfr. pag. 6/7)</b>		<b>25.000</b>
<hr/>		
Riduzioni:		
spese trasferimento	-	75.000
abbattimento procedura		-
<b>Valore Netto</b>		<b>275.000</b>

Tale valore potrà rappresentare il prezzo base da assumere nella procedura competitiva di vendita che il Curatore si appresta a indire.

Milano, li 04 agosto 2024

Il perito

dr.ssa Maddalena Dal Moro

**Allegati:**

- 1) Conferimento incarico

La presente relazione di stima si compone di n. 16 fogli, numerati da pag. 1 a pag. 16, e n. 1 allegato.