

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI MONZA

Sezione fallimentare

SERIST Srl

PROCEDURA DI CONCORDATO PREVENTIVO n.3/2020

PERIZIA DI VALUTAZIONE DI RAMO D'AZIENDA



I sottoscritti:

- rag. Andrea Pardo, nato a Milano il 07/04/1962, residente a Cinisello Balsamo, Via Dante 86, Codice fiscale PRD NDR 62D07 F205Y, iscritto al n. 2698 dell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano e al numero 33887 del Registro dei Revisori Legali del MEF, Consulente tecnico del Tribunale di Milano al n. 8925 con studio in Milano via Vespri Siciliani 35 e Monza Via Spreafico, 3;
- dott. Luigi Antonio Tremolada, nato a Monza il 30/05/1964, residente a Veduggio al Lambro, via C. Battisti n. 93, Codice Fiscale TRM LNT 64E30 F704G, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Monza e Brianza al n. 881 sezione A ed al Registro dei Revisori Contabili al numero 93900 con DM 15/10/1999 pubblicato sulla GU 87 del 02/11/1999 n. 87, CTU presso il Tribunale Civile di Monza, associato in MTM Studio Associato Tributario e Legale con sede in Monza Via Spreafico 3 Cod. Fisc. 07649910960

anche per tramite di uno "staff" di collaboratori dedicato che nel prosieguo verranno denominati "sottoscritti", "periti", "valutatori" o "scriventi",

premesso che

- in data 3 febbraio 2020 la società SERIST Srl (di seguito anche SERIST) ha presentato, presso Codesto Tribunale, domanda di Concordato Preventivo 3/2020 cosiddetto "in prenotazione";
- in data 15 febbraio 2020 il Tribunale di Monza ha emanato un Decreto con il quale richiede, alla società in epigrafe, la produzione di documentazione aggiuntiva e propedeutica all'eventuale ammissione alla Procedura di Concordato Preventivo;
- i sottoscritti periti estimatori sono stati nominati in data 27 febbraio 2020 dalla società controllante/socio unico, Serist - Servizi di Ristorazione Srl, incarico accettato il giorno 28 febbraio 2020;
- a far data dal giorno 12 marzo 2020 gli uffici della società a seguito dell'esplosione dell'infezione pandemica virale meglio nota come SARS-Covid2 (malattia Covid19) sono stati chiusi a causa del contrarsi dell'infezione a diversi addetti della Direzione e alla conseguente necessità di successiva sanificazione dei locali stessi. Si precisa che alla data di finalizzazione del presente elaborato l'azienda è tutt'ora chiusa;
- l'emergenza epidemiologica ha comportato non pochi disagi nello svolgimento del presente incarico a causa dell'impossibilità di conferire con i responsabili di reparto interessati, gli Advisor e in ultimo l'organo amministrativo. Le difficoltà incontrate sono state solo parzialmente mitigate dall'uso dello "smart working" (telelavoro) anche per carenza di adeguate risorse aziendali, disagio che ha colto di sorpresa la gran parte del panorama delle aziende italiane;

Luigi Antonio Tremolada

Andrea Pardo

Giuseppe De Maria



- nello svolgimento del proprio incarico gli scriventi hanno mantenuto una condizione di indipendenza rivolta esclusivamente ad analizzare tutte le informazioni necessarie allo scopo;

redigono

il presente documento precisando che questi si basa sulla documentazione messa a disposizione dalla società ed esperite anche sessioni personali con gli organi amministrativi e i Consulenti/Advisor incaricati.

INDICE

1. Oggetto e finalità dell'incarico
2. Data di riferimento della valutazione
3. Premesse, limiti e assunzioni
4. Documentazione visionata ed utilizzata
5. Contesto aziendale ed incarico conferito.

5.1 L'azienda oggetto di perizia – Brevi cenni e dati economici storici

6. Il settore di riferimento

- 6.1 Rapporti di settore*
- 6.2 Analisi fondamentale*
- 6.3 Il campione analizzato dai periti*

7. Stati Patrimoniali e Conti Economici – Serie Storiche della Serist

Stato patrimoniale riclassificato ordinario, finanziario e funzionale
Conto economico riclassificato a valore aggiunto

8. L'analisi dell'incarico e le fasi di svolgimento
9. Il presupposto di continuità aziendale
10. La funzione del valore
11. Verifica delle condizioni di economicità
12. Principali effetti dell'applicazione di economie ed efficienze di scala
- 12.1 Assunzioni generali
 - 12.2 Assunzioni particolari

13. Stato patrimoniale di cessione e conto economico previsionale dell'affittuaria/acquirente

Conti economici previsionali
Stati patrimoniali previsionali
Flussi finanziari
Flussi di liquidità

14. Criteri di valutazione

- 14.1 Prezzi, valori, valutazioni
 - 14.2 Descrizione dei criteri di valutazione

Attivo di cessione



*Passivo patrimoniale e netto di cessione
Compendio aziendale*

15. La stima di valore del compendio – Scelta del metodo
 - 15.1 Metodo principale
16. La determinazione del valore economico dell'azienda
17. Metodo di controllo
18. Determinazione finale del capitale economico dell'azienda
19. Conclusioni

1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

A seguito del Decreto emesso in camera di consiglio dal Tribunale di Monza, Sezione fallimentare, la SERIST Srl, per tramite del Suo legale rappresentante, prof. Valter Zocchi ha nominato i sottoscritti valutatori, rag. Andrea Pardo e dr. Luigi Antonio Tremolada, come sopra meglio identificati, al fine di redigere una perizia valutativa circa il valore dell'azienda in epigrafe che sarà eventualmente oggetto di confronto rispetto a potenziali offerte anche al fine di poter rappresentare un punto di riferimento e permettere al Tribunale di poter espletare le procedure competitive relative alle "Offerte concorrenti" previste dall'art. 163 bis L.F. Gli scriventi si sono altresì avvalsi della collaborazione dell'Avv. Marco Giuliana, avvocato e commercialista anche in connessione con la Sua relazione/attestazione relativa all'area del Personale.

2. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

La data di riferimento del presente parere è quella del conferimento di incarico e cioè quella del 29 febbraio 2020 anche se, tuttavia, alcune valutazioni sono eseguite *ex post* poiché si riferiscono alle previsioni dei possibili scenari e strategie che l'Organo Amministrativo sta valutando circa la possibilità di permettere la continuità aziendale anche se con la modalità c.d. "indiretta".

3. PREMESSE, LIMITI E ASSUNZIONI

I sottoscritti intendono evidenziare che la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito anche "opinion"), ed è redatta tenendo conto, ove applicabili, anche dei Principi Italiani di Valutazione (di seguito "PIV") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione nonché dalle *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi* emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e SIDREA Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale.

In particolare, la presente viene emessa nell'ambito di una procedura di Concordato Preventivo e al processo di dismissione di una azienda (ramo d'azienda) e del complessivo perimetro aziendale connesso.

È opportuno sin d'ora precisare che l'oggetto di valutazione è rappresentato dall'azienda nella sua interezza come oggetto di potenziale trasferimento e appartenente al "gruppo" Serist ancorché vi siano ricompresi alcuni "asset" che potrebbero essere oggetto di separata valutazione e cessione/affitto (partecipazioni in aziende controllate e unità operative che potrebbero operare in modalità "stand alone").

Nel perimetro devono essere pertanto inclusi, ai fini di una completa e compiuta valutazione:



Luigi Antonio Tremolada

Luigi Antonio Tremolada

- a) Il ramo d'azienda affittato consistente in: (i) avviamento commerciale e parco clienti; (ii) know-how industriale; (iii) marchio registrato Serist; (iv) sito e dominio web; (v) utilizzo dati del software gestionale/amministrativo; certificazioni di qualità, HACCP, di legalità e quant'altro; (vi) cicli (produttivi) certificati; (vii) contratti di locazione sede di Cinisello (viii); contratti di locazione delle unità operative; contratti di lavoro dipendente;
- b) La merce a magazzino rappresentata da prodotti finiti, semilavorati e materie prime;
- c) Immobili, impianti, macchinari e attrezzature per la produzione e la cottura e la somministrazione dei cibi nei locali mensa e nel ristorante di proprietà;
- d) La cessione degli altri contratti di fornitura, di noleggio e di prestazione di servizi.

4. DOCUMENTAZIONE VISIONATA ED UTILIZZATA

Dopo le riunioni preliminari ed accettato l'incarico, i sottoscritti hanno chiesto e (compatibilmente con le restrizioni dell'evento straordinario Covid19) ottenuto dalla SERIST Srl i documenti necessari per la redazione del presente parere, anche con l'ausilio dell'Organo Amministrativo e dell'Advisor della società.

Tuttavia, è opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, e che è stato possibile esaminare, è quella espressamente di seguito indicata.

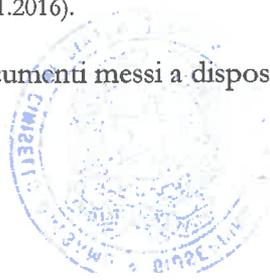
In merito alla documentazione che i periti hanno ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla società SERIST Srl;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti agli scriventi come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

In aggiunta a quanto sopra è stata acquisita anche la seguente altra documentazione:

- Perizia di stima degli immobili di proprietà sociale (Ing. De Sena 24.02.2020);
- Perizia di stima delle immobilizzazioni tecniche (Ing. De Sena – 09.03.2020);
- Attestazione di congruità e regolarità dei processi interni inerenti la gestione ed amministrazione del personale (Avv. Giuliana 31.03.2020);
- Perizia di conferimento (Dr. Mingozzi 24.11.2016).

In particolare sono stati esaminati i seguenti documenti messi a disposizione dalla società:



- i contratti siglati tra la SERIST ed i clienti attivi;
- la situazione contabile della società alla data del 29 febbraio 2020;
- le schede contabili;
- file riscontro consumi magazzino;
- copie di determinate fatture clienti e fornitori;
- il decreto di ammissione alla procedura concordataria contenente la nomina dei Commissari giudiziali e del collegio giudicante;
- file di excel di riconciliazione dei cespiti aziendali contenente l'elencazione dei beni immateriali e materiali della società, aggiornato al 31 dicembre 2019;
- proposte di acquisto e manifestazioni d'interesse pervenute alla società da parte di potenziali acquirenti appartenenti al mercato dei "competitors" (5 offerte/manifestazioni d'interesse/proposte);
- la domanda di Concordato depositata in data 2 febbraio 2020;
- report stato contenziosi rilasciato dallo Studio legale Zardi;
- altri contratti diversi;
- accordo sindacale del 25 marzo 2020 per la Cassa integrazione in relazione all'emergenza epidemiologica da Covid19.



Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno a chi scrive far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico.

- non abbiamo effettuato verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a noi comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- con specifico riferimento alla documentazione contabile, si evidenziano una serie di limiti e criticità legate al particolare momento storico, riscontrate nell'elaborazione dei dati a fondamento della valutazione;
- l'assenza di budget e di dati previsionali aggiornati.

Le analisi dei valutatori sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione con riferimento alla particolare situazione aziendale ed all'attuale contesto socio-economico/storico;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- analisi e stima previsionale dei risultati economici, effettuate dai sottoscritti, basati su stime ragionevoli, prudenziali e considerando i dati di settore e dei principali concorrenti;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;

Giuseppe A. Neri



Overeider Luigi - Prof. Antonio Tumbolo

- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate.

5. CONTESTO AZIENDALE ED INCARICO CONFERITO

È opportuno segnalare che per esprimere il parere il proprio giudizio valutativo, gli scriventi hanno ritenuto opportuno prendere in esame – anche al fine di un ulteriore approfondimento del settore di riferimento le offerte precedentemente menzionate

5.1. *L'azienda oggetto di perizia – brevi cenni e dati economici storici*

Serist è stata costituita nell'ottobre 2016, a seguito di un'operazione straordinaria di riorganizzazione societaria operata dall'attuale socio unico di Serist (Serist Servizi di Ristorazione S.r.l.) consistente in un conferimento dell'azienda di Serist- Servizi di ristorazione Srl nella neocostituita Serist Srl previo aumento di capitale in quest'ultima (€ 2.000.000 oltre ad un sovrapprezzo di € 500.000) con sottoscrizione e versamento a liberazione del capitale sottoscritto.

È altresì bene precisare che l'attuale società è il frutto di una serie di operazioni susseguitesesi nel tempo ma che l'azienda nasce, storicamente, nel 1983 ad Arcore.

SERIST Srl è una società operante nel settore della Ristorazione collettiva la cui attività operativa consiste nella realizzazione e gestione di centri di produzione pasti e nella loro somministrazione ad Enti pubblici e privati.

Preliminarmente, è bene ricordare che, analogamente a quasi tutta l'economia di mercato, l'azienda ha risentito della crisi iniziata nel 2008, la cui caduta dei prezzi è il fattore/causa principale dell'attuale situazione di grave difficoltà.

Nei prospetti al capitolo "*Stati patrimoniali e conti economici storici*" si possono leggere i risultati economici passati. È quindi possibile evincere, così come per molti altri concorrenti che Serist, per "rimanere" sul suo mercato principale, si è trovata costretta ad accettare una progressiva contrazione dei margini che si è ampliata a seguito dell'incremento dei prezzi e soprattutto dalla volatilità dei costi delle materie prime. Tale effetto si è prodotto già a partire dagli anni antecedenti al 2017 sebbene i prodotti dell'industria alimentare abbiano sofferto in minor misura degli aumenti essendo beni primari.

Ad accompagnare il trend economico negativo, analizzando i bilanci e in special modo il conto economico degli ultimi cinque esercizi (due ante e tre post operazione di conferimento avvenuta a fine 2016 considerati convenzionalmente comparabili), gli scriventi, hanno maturato il convincimento che l'azienda si sia trovata a subire anche, probabilmente sempre a causa della diminuzione dei consumi di imprese e famiglie, una situazione mista di mercato di inefficienza dovuta ad alti costi di struttura.

Gli anni successivi al 2015, nei quali non si è riusciti ad invertire il trend negativo sono poi culminati con la perdita di un cliente chiave nel 2017, fatto che ha posto l'azienda e quindi la proprietà in una situazione di ulteriore difficoltà, poiché, oltre agli apporti fatti nel corso del 2018 e 2019, una ristrutturazione delle attività richiedeva, oltre agli sforzi fatti, ulteriori risorse economiche scarsamente disponibili presso il mercato del credito anche a causa del rating/mercato ove opera la società.

Nell'analisi del contesto aziendale è doveroso evidenziare che il marchio SERIST è comunque e generalmente considerato, dal mercato, di livello medio alto e molto conosciuto nel Nord Italia dove peraltro si sviluppa oltre due terzi del fatturato annuo della Serist.

È inoltre determinante segnalare che l'azienda possiede un proprio centro di cottura sito nel Comune di Agrate Brianza, la cui ragionevole capacità produttiva è oggi sottoutilizzata e per il quale un maggiore e più efficiente sfruttamento potrebbe rappresentare un altro fattore chiave per un acquirente/concorrente sempre considerando che il mercato della ristorazione collettiva rappresenta una "nicchia" come si potrà vedere al successivo capitolo.

Inoltre, il posizionamento, anche geografico, dell'azienda, potrebbe tuttavia rappresentare per alcuni potenziali acquirenti, un'ulteriore opportunità di sviluppo andando a coprire ed integrare un'area eventualmente mancante per i concorrenti e quindi, unitamente al centro di cottura, strategica sia come linee di prodotto sia come posizionamento di mercato.

6. IL SETTORE DI RIFERIMENTO

6.1. Rapporti di settore

Allo scopo di meglio inquadrare il settore a vantaggio dei lettori del presente elaborato, giova ricordare che la Società rientra nel micro-settore della ristorazione collettiva, all'interno del quale si colloca l'attività svolta di fornitura di pasti pronti a comunità (scuole, università, mense aziendali, ospedali, RSA, esercito e forze dell'ordine). Il mercato di riferimento è un mercato maturo. Uno Studio compiuto da PROMETEIA¹ - anche se non recente - evidenzia come tra il 2008 e il 2011 la domanda rivolta a questo settore abbia subito un arresto, mostrando una sostanziale stazionarietà sui livelli del 2007 (secondo i dati Istat), scontando la penalizzazione di occasioni di consumo outdoor a vantaggio di quelle indoor, fenomeno innescato dalla perdita di potere d'acquisto delle famiglie che ha portato alla razionalizzazione delle spese non necessarie. Nel 2012, lo Studio evidenzia un drastico peggioramento della domanda, dato il forte deterioramento del potere di acquisto delle famiglie italiane, indotto dalle misure di risanamento dei conti pubblici; in tale contesto, la domanda rivolta al settore è diminuita di quasi il -2%, a prezzi costanti.

Lo studio citato, ha considerato il 2012 quale "anno nero della ristorazione collettiva" e quale "spartiacque" dell'inversione di tendenza della domanda rivolta al settore dove la spesa complessiva effettuata nel canale "fuori casa" ha subito una forte contrazione anche se in contrapposizione.

Parallelamente, il rapporto annuale 2018 FIPE² (Federazione Italiana Pubblici Esercizi), che tratta anche del micro-settore della ristorazione collettiva e che conferma una ripresa dal 2015, fornisce alcune importanti informazioni tra cui:

- la variazione dei consumi delle famiglie nel periodo 2007-2017 (vedi tabella seguente)

¹ Studio terminato da PROMETEIA nel Novembre 2013 relativo al micro settore Ristoranti, Mense, Catering e Bar, denominato "560, ed elaborato su un campione di n. 956 imprese costituite sotto forma di società di capitali con un fatturato superiore ad € 2 milioni.

² FIPE - Ristorazione - Rapporto annuale 2018



Giuseppe De Giardis

Quel che conta è l'azienda

Tab. 4 - Variazione dei consumi delle famiglie nel periodo 2017/2007
(in milioni di euro – valori concatenati con anno di riferimento 2010)

Capitoli di spesa	mln. di euro
alimentari e bevande non alcoliche	- 14.746
bevande alcoliche, tabacco, narcotici	- 4.994
vestiario e calzature	- 3.059
abitazione, acqua, elettricità, gas ed altri combustibili	7.145
mobili, elettrodomestici e manutenzione della casa	- 8.430
sanità	1.072
trasporti	- 20.918
comunicazioni	4.283
ricreazione e cultura	2.053
istruzione	- 494
alberghi e ristoranti	6.652
- servizi di ristorazione	4.028
beni e servizi vari	4.155
Totale	- 27.093

Fonte: elaborazione C.S. Fipe su dati Istat

evidenzia un complessivo calo dei consumi pari a circa 27 miliardi.

- Il numero di imprese attive nel settore della “Fornitura di pasti preparati e altri servizi di ristorazione” ammontano a circa 3.200 soggetti con maggiore concentrazione nelle regioni della Lombardia (627), Lazio (454), Campania (369), Toscana (237), Sicilia (223) e Veneto (160) e dove, dal punto di vista giuridico, le società di capitali occupano una quota del 42%, le società di persone il 18%, le ditte individuali, sorprendentemente, il 27% ed il restante 13% da altre forme societarie. In questo micro settore il comparto è maggiormente strutturato e si rivolge principalmente al B2B. Vi è una forte presenza di cooperative nel Centro e Sud Italia e per quest’ultima area tale forma societaria raggiunge il 20% del totale delle imprese addette.



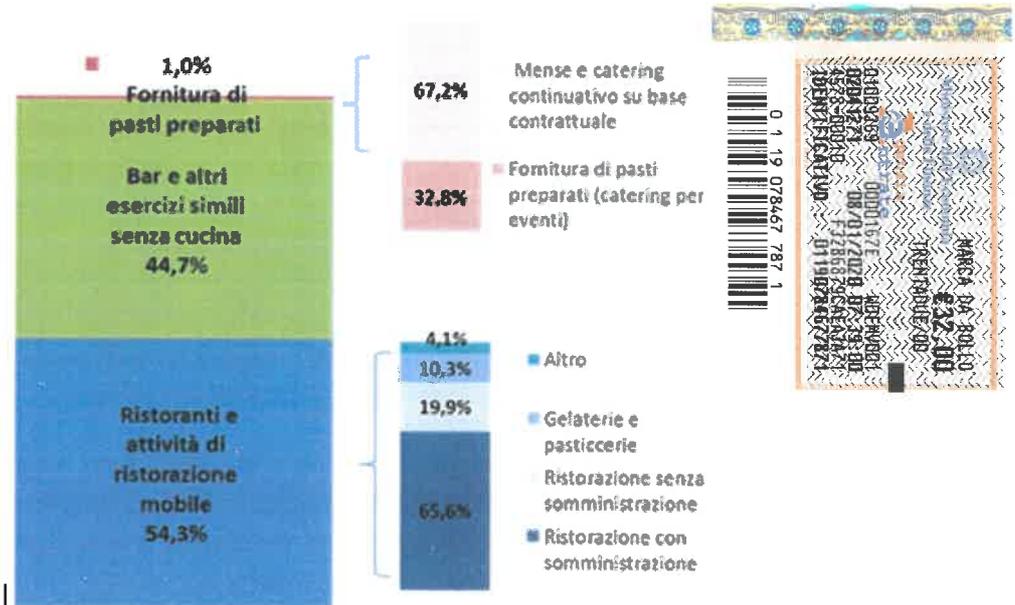
Tab. 15 - Fornitura di pasti preparati e altri servizi di ristorazione
(Distribuzione delle imprese attive- anno 2017)

Regione	Valori assoluti	valori %
Piemonte	171	5,4
Valle d'Aosta	4	0,1
Lombardia	627	19,7
Trentino A.A.	70	2,2
Veneto	160	5,0
Friuli V. Giulia	31	1,0
Liguria	75	2,4
Emilia Romagna	147	4,6
Toscana	237	7,5
Umbria	55	1,7
Marche	62	2,0
Lazio	454	14,3
Abruzzo	81	2,6
Molise	23	0,7
Campania	369	11,6
Puglia	132	4,2
Basilicata	37	1,2
Calabria	111	3,5
Sicilia	223	7,0
Sardegna	107	3,4
Italia	3.176	100

Fonte: elaborazione C.S. Fipe su dati Infocameri

Dall'analisi della segmentazione delle imprese si riscontra che il comparto Mense e catering occupa circa l'1% del fatturato totale del settore.

Fig. 6 - La segmentazione delle imprese
Anno 2017



Fonte: elaborazione C.S. Fipe su dati Infocameri

Inoltre, le ridotte dimensioni del settore si riflettono anche sul turnover imprenditoriale. Nel 2017 circa 114 imprese hanno avviato l'attività, 212 l'hanno cessata con un saldo negativo pari a 98 unità. Il comparto si caratterizza per una maggiore movimentazione di società/tra di capitale che di persone, anziché di ditte



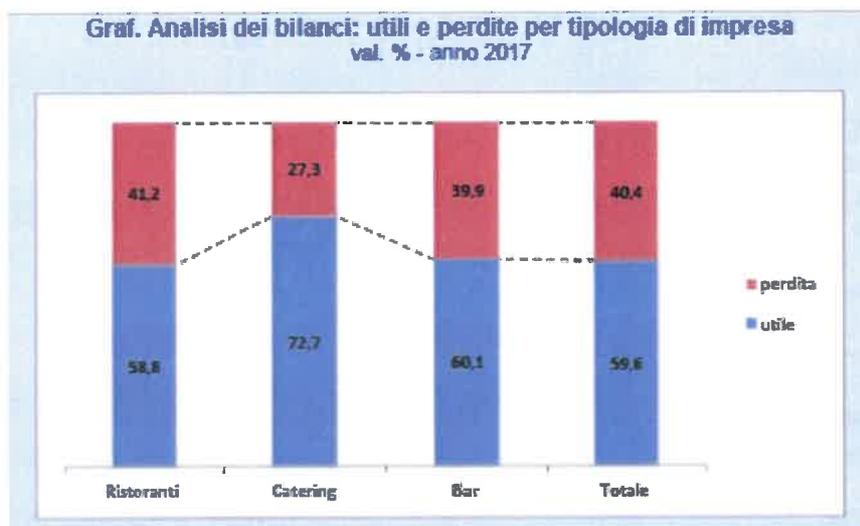
Handwritten signature

Handwritten signature: Luigi Carboni Tardito

Handwritten signature

individuali. A livello regionale i contributi maggiori vengono da Lombardia, Lazio, Piemonte e Campania. Circa due terzi del saldo sono dovuti a queste regioni. Il tasso di imprenditorialità è negativo con un valore medio nazionale del -3,1%. Il Centro presenta un valore al di sopra della media.

Altri dati significativi si rilevano dai grafici e diagrammi che seguono



Tab. Principali aggregati economici per classe dimensionale e tipologia
valori in euro – anno 2017

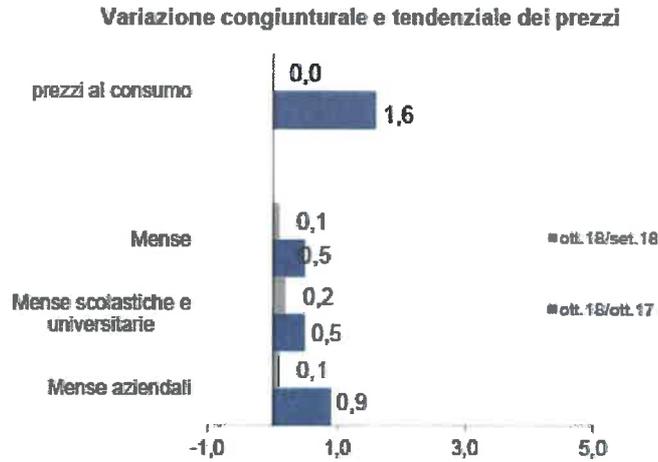
	Classe dimensionale	Numero imprese	Valore della Produzione	Risultato Operativo	Risultato Netto
Totale	Micro	245	74.125.392	879.647	-2.215.704
	Piccole	16	71.816.728	3.916.009	1.266.463
	Medie	3	85.256.040	2.411.509	1.164.836
	Grandi	1	140.013.707	2.390.769	-5.156.892
Ristoranti e simili	Micro	17.787	7.011.797.962	12.036.426	-122.485.021
	Piccole	665	2.399.783.597	95.641.686	45.827.002
	Medie	53	924.785.299	38.170.508	21.874.790
	Grandi	2	119.317.102	6.157.623	2.706.196
	N.D.	6	-130.839	-446.537	-448.286
Catering e banqueting	Micro	682	358.056.720	10.586.679	8.289.232
	Piccole	130	522.545.776	23.746.173	12.558.442
	Medie	29	540.845.370	30.854.301	19.051.010
	Grandi	10	1.936.840.669	61.499.866	42.237.641
Bar	Micro	8.290	2.411.334.430	35.220.189	-15.425.991
	Piccole	209	748.704.200	28.296.961	14.473.393
	Medie	7	120.298.054	6.936.326	4.181.651
	Grandi	2	679.770.772	8.157.790	9.316.957
	N.D.	1	-1.995	-2.608	-2.659

Per quanto riguarda invece i prezzi delle mense³ si evidenzia una variazione tendenziale dello 0,5% (alla data dello studio) rispetto al mese di ottobre 2017 dove il contributo maggiore arriva dalle mense aziendali che registrano un incremento dei prezzi (probabilmente nel settore privato) pari allo 0,9%. (vedi fig. seguente)

³ Quota a carico delle famiglie



Fig. 30- Variazione congiunturale e tendenziale dei prezzi



Un'ulteriore analisi sempre recente, svolta dalla piattaforma E-nhance *CompScore*^A Competitive benchmarking al 25/09/18 (su un campione di 46 aziende che hanno depositato il bilancio 2017 su un totale di aziende appartenenti al micro-settore pari a 51 aziende analizzate con fatturato maggiore a 10 Mln€) ha evidenziato i seguenti dati salienti:

Ultimo anno disponibile	2017	Fatturato	€ 5,2 bln
Dipendenti	108.503	Aziende	46

Le aziende appartenenti al micro-settore della ristorazione collettiva considerata dal rapporto sono le seguenti:

- ALESSIO SPA
- ALL FOODS SRL
- ARTURO BERSELLI E C. SPA
- BIORISTORO ITALIA SRL
- C.O.T. SC
- CAMST SCARL
- CIMAS SRL
- CIR FOOD SC
- COMPASS GROUP ITALIA SPA
- COOPERATIVA DI LAVORO LA CASCINA SCPA
- COOPERATIVA DI LAVORO SOLIDARIETA' E LAVORO SC
- DUSSMANN SERVICE SRL
- E.P. SPA
- EURORISTORAZIONE SRL
- FABBRO SPA
- FELSINEA RISTORAZIONE SRL
- GEMOS SC
- GENESI SRL

⁴ La ristorazione collettiva. Compscore competitive benchmarking.



- GESTIONE SERVIZI INTEGRATI SRL
- GRUPPO ELIOR - ELIOR RISTORAZIONE SPA
- GRUPPO ELIOR - GEMEAZ ELIOR SPA
- HOSPES SRL
- I.F.M. INDUSTRIAL FOOD MENSE SPA
- INNOVA SPA
- JD SERVICE ITALIA SRL
- LIGABUE SPA
- LSG SKY CHEFS SPA
- MARANGONI SRL
- MARKAS SRL
- MILANO RISTORAZIONE SPA
- MSC ITALCATERING SPA
- PAOLO ARDISSON SRL
- PASTORE SRL
- PEDEVILLA SPA
- PELLEGRINI SPA
- PUNTO RISTORAZIONE - S.R.L.
- RISTO 3 - RISTORAZIONE DEL TRENTINO SC
- RISTORAZIONE FORCELLINI
- RISTORAZIONE OTTAVIAN SPA
- S.I.A.R.C. - SPA
- SAGIFI SPA
- SARCA CATERING SRL
- SER CAR RISTORAZIONE COLLETTIVA SPA
- SERENISSIMA RISTORAZIONE SPA
- SERIST - SERVIZI RISTORAZIONE SRL
- SERIST S.R.L.
- SERVIZI INTEGRATI AREA FIORENTINA SPA
- SIR - SISTEMI ITALIANI RISTORAZIONE - SRL
- SODEXO ITALIA SPA
- VI.CO.OK SRL

Al dicembre 2017 il *panel* considerato ha sviluppato un fatturato di circa 5,2 miliardi di Euro e il numero di 108.503 addetti (fatturato medio per addetto € 47.690 circa). A tale data il settore presentava ricavi tendenzialmente in linea con gli anni precedenti con un lieve recupero nel 2017 ma dove per converso il *panel* considerato ha continuato a soffrire in termini di marginalità.



④ Dati economico-finanziari di sintesi

EURO MLN	2015	2016	2017
Valore della produzione	5.276,4	5.116,9	5.174,5
Margine operativo lordo - EBITDA	330,0	315,2	304,5
EBITDA margine %	6,3%	6,2%	5,9%
Margine operativo netto - EBIT	177,6	170,7	153,0
EBIT margine %	3,4%	3,3%	3,0%
Utile netto (perdita)	92,4	107,0	97,4
Utile netto (perdita) margine %	1,8%	2,1%	1,9%
Debito finanziario netto (cassa)	143,2	21,7	-65,0
Finanziamento soci	238,6	233,7	283,6
Patrimonio netto	1.043,6	1.072,0	1.088,7
Capitale investito netto	1.425,4	1.327,4	1.307,3



EBITDA ed EBIT sono infatti scesi di 0,3% rispetto al 2016 e questi margini sono peraltro in continua riduzione come si potrà poi vedere nell'analisi condotta dagli scriventi sui bilanci 2018 di 8 aziende inclusa la stessa Serist.

I dati ufficiali evidenziano di come vi sia in atto un processo di concentrazione, le prime 10 aziende per dimensione hanno infatti aumentato la loro Quota sul totale di ben 3,2% rispetto al 2016. Aumento peraltro organico.

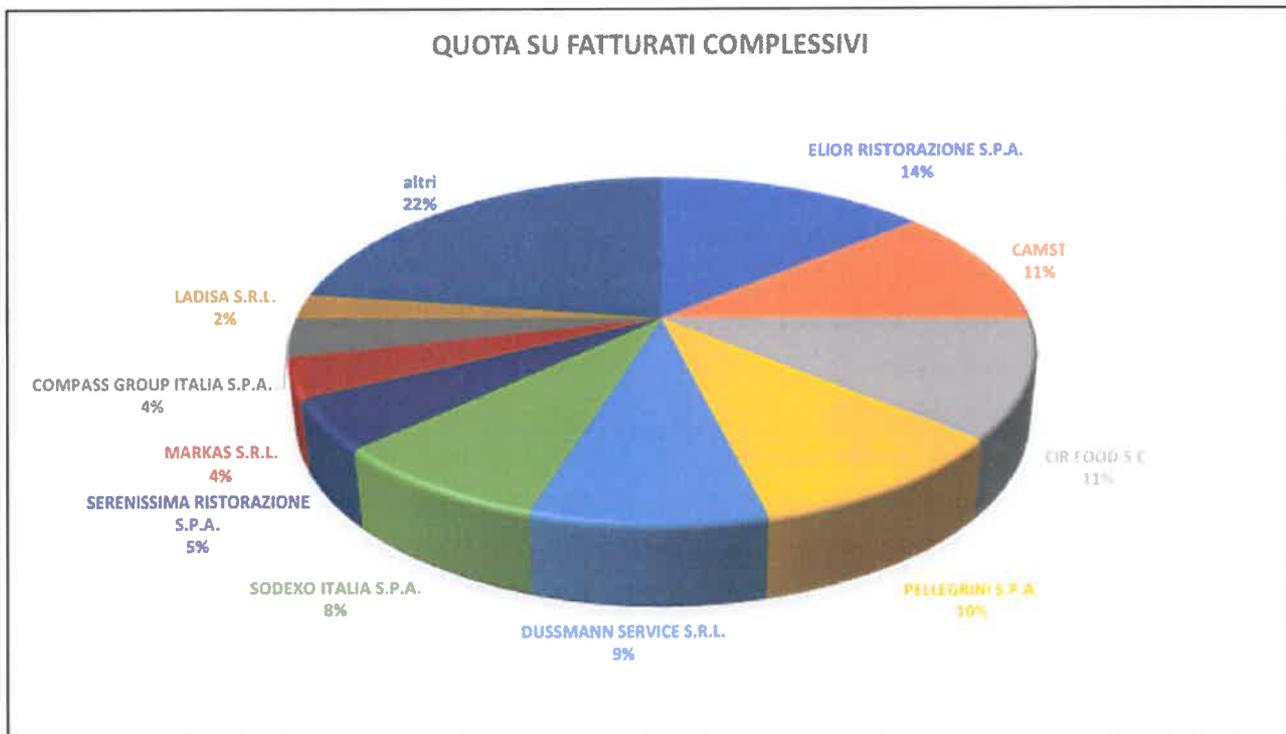
Le prime dieci aziende infatti registrano tutte una crescita significativa fatta eccezione per Elijor Ristorazione S.p.A. (-1,7% sul 2016) e Compass Group Italia S.p.A. (-10,6% sul 2016).

Azienda	Fatt 2017	Quota	Fatt 2016	Quota	delta AP	delta Quota
ELIOR RISTORAZIONE S.P.A.	721.141	13,9%	733.806	14,3%	-1,7%	-0,4%
CAMST	581.612	11,2%	528.060	10,3%	10,1%	0,9%
CIR FOOD S.C.	571.567	11,0%	539.779	10,5%	5,9%	0,5%
PELLEGRINI S.P.A.	513.270	9,9%	473.942	9,3%	8,3%	0,7%
DUSSMANN SERVICE S.R.L.	454.168	8,8%	408.020	8,0%	11,3%	0,8%
SODEXO ITALIA S.P.A.	422.781	8,2%	403.449	7,9%	4,8%	0,3%
SERENISSIMA RISTORAZIONE S.P.A.	243.769	4,7%	236.470	4,6%	3,1%	0,1%
MARKAS S.R.L.	191.601	3,7%	171.323	3,3%	11,8%	0,4%
COMPASS GROUP ITALIA S.P.A.	186.366	3,6%	208.460	4,1%	-10,6%	-0,5%
LADISA S.R.L.	119.214	2,3%	96.025	1,9%	24,1%	0,4%
altri	1.169.012	22,6%	1.317.566	25,7%	-11,3%	-3,2%
totale	5.174.500	100,0%	5.116.900	100,0%	1,1%	

Luigi Arboreto
Antonio

Giuseppe





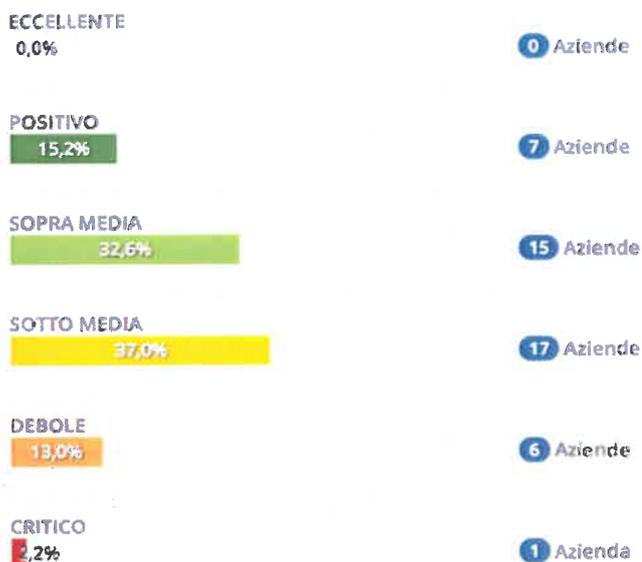
Lo studio non si sofferma, in particolare, sull'analisi comparata della redditività delle singole aziende evidenziando come sia molto interessante la suddivisione delle aziende nei cluster di aggregazione individuati.

Nel diagramma che segue – lo studio prosegue evidenziando - che non vi è alcuna azienda nel cluster "Eccellente" il che evidenzia quanto sia competitivo il settore, ma ci sono ben 7 aziende nel cluster "Positivo". Al tempo stesso vi è un'azienda inclusa nel cluster "Critico" e ben 6 in quello "Debole" (le nostre analisi si basano su una ponderazione comparata e non assoluta sulle performances aziendali).

Posizionamento competitivo



RISTORAZIONE COLLETTIVA ANNO 2017



Con riguardo, invece, all'attività di fornitura di pasti a strutture comunitarie, l'evoluzione normativa favorisce l'esternalizzazione di questi servizi e rappresenta un importante *driver* di sviluppo del settore aumentando le opportunità di crescita per gli operatori del settore dove è però bene affermare che il sistema di *voucherizzazione* (buoni pasto) rappresenta una concorrenza alla mensa organizzata specie se utilizzate dalle piccole aziende.

Più in generale, osservando le dinamiche settoriali, si sta assistendo a fenomeni di concentrazione degli operatori dovuti principalmente ad una tendenziale riduzione dei prezzi e dei margini e quindi dove l'efficienza sembrerebbe rappresentare uno dei *driver* principali di conduzione del *business*.

6.2. Analisi fondamentale

Dall'analisi dei bilanci, dai colloqui intercorsi con il management e dalle informazioni raccolte, risulta che la Società sia ben radicata territorialmente, goda di buona reputazione sul mercato locale e sia ben organizzata. Ad opinione degli scriventi, trattasi di un'azienda matura, nella quale i principali investimenti produttivi (sebbene sottostimati rispetto alle medie di settore, come si potrà vedere dall'analisi dei paragrafi che seguono) sono già stati effettuati ed i relativi beni organizzati per la produzione dei servizi appaiono avere ancora una congrua vita utile. L'organizzazione aziendale è stabile e collaudata ed il mercato locale di riferimento consolidato, il "marchio" è conosciuto ed apprezzato. Al contrario invece, la positiva percezione esposta non viene confermata dai risultati economici come appare dall'analisi di bilancio del successivo capitolo.

In una immaginaria analisi SWOT, quanto detto è sicuramente annoverabile tra i punti di forza; le minacce sono invece rappresentate dai competitors, multinazionali (che possono operare, sul fronte degli acquisti, con piattaforme organizzate) oppure soggetti operanti sotto forma di società cooperative, che sembrano essere molto ben strutturate, multiservizi e presenti sul mercato da più tempo. Per questi soggetti sono altresì immaginabili sinergie "politiche" che possono facilitare le connessioni commerciali.

Tra i sicuri punti di debolezza vi è una parte del mercato di sbocco, rappresentato dagli appalti pubblici che, se da un lato garantiscono incassi sicuri, dall'altro si "muovono" con dinamiche alla continua ricerca di riduzione dei costi, nella logica delle gare pubbliche. Dato che il settore è caratterizzato dall'assenza di vantaggi competitivi, purtroppo e come spesso accade, l'unico *driver* di scelta è dato dal prezzo.

6.3. Il campione analizzato dai periti

Gli scriventi, al fine di valutare il posizionamento settoriale della Serist Srl hanno ritenuto di fare un'analisi delle principali società del settore (alcune delle quali hanno altresì manifestato interesse/proposto l'acquisto dell'azienda condotta da Serist) basata sui bilanci presentati per il 2018 (gli ultimi disponibili). I prospetti che seguono espongono una comparazione dei dati economici riclassificati. Con riguardo alla redditività dei mezzi propri (Return On Equity - ROE) dalle società operanti in questo settore, l'analisi - in aggiunta ai dati puntuali relativi ad alcune tra le 7 società più importanti del settore, evidenzia in coda al prospetto di raffronto, i dati medi del *panel* considerato, dai quali emergono i seguenti risultati (in migliaia di euro):



	2018									(€ 000)
	SERIST									Medie settore
VALORE DELLA PRODUZIONE	100%									
Costi per materie prime e consumo	36,0%	31,2%	32,5%	36,6%	27,6%	23,5%	30,1%	30,9%	30,3%	35,51%
VALORE AGGIUNTO	48,3%	47,4%	50,7%	45,8%	42,3%	56,8%	31,9%	41,3%	45,2%	38,28%
Costi per il personale	46,8%	42,9%	46,6%	40,8%	36,1%	50,3%	29,3%	35,2%	40,2%	32,7%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	1,5%	4,5%	4,1%	5,0%	6,1%	6,5%	2,6%	6,1%	5,0%	5,56%
MARGINE OPERATIVO NETTO (MON)	-5,0%	1,0%	2,0%	2,8%	3,1%	4,1%	0,2%	1,9%	2,2%	2,0%
EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	-4,8%	1,3%	2,1%	5,0%	3,4%	4,4%	0,2%	3,1%	2,8%	1,79%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-7,0%	1,1%	1,9%	4,2%	3,2%	4,3%	0,0%	1,7%	2,4%	1,83%
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	-7,0%	0,8%	0,6%	2,7%	2,6%	2,9%	-0,2%	0,7%	1,5%	0,84%



COMPARAZIONE AZIENDE DEL PANEL		2018												MEDIE		
EURO x 000		SERIST														
m	56.382	97,3%	566.645	98,5%	54.919	95,4%	37.979	94,2%	579.825	97,4%	421.269	96,1%	272.462	89,8%	99.008	99,1%
Variazione rimanenze prodotti		0,0%	1.443	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,36%
Variazione lavori in corso		0,0%	-129	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,00%
Incrementi di immobilizzazioni		0,0%	1.486	0,3%	580	1,0%	726	1,8%		0,0%		0,0%	89	0,0%		0,44%
Altri ricavi	1.593	2,7%	7.003	1,2%	629	1,1%	1.612	4,0%	15.395	2,6%	17.027	3,9%	30.952	10,2%	869	0,9%
VALORE DELLA PRODUZIONE	57.975	100,0%	575.006	100,0%	57.572	100,0%	40.317	100,0%	595.220	100,0%	438.297	100,0%	303.502	100,0%	99.876	100,0%
Costi per materie prime e consumo	20.874	36,0%	179.643	31,2%	18.685	32,5%	14.763	36,6%	164.336	27,6%	102.934	23,5%	91.273	30,1%	30.839	30,9%
Costi per servizi	7.444	12,8%	105.170	18,3%	6.217	10,8%	3.931	9,8%	157.555	26,5%	66.658	15,2%	102.522	33,8%	24.302	24,3%
Costi per godimento beni di terzi	1.065	1,8%	13.399	2,3%	3.156	5,5%	1.658	4,1%	14.637	2,5%	16.902	3,9%	8.077	2,7%	2.987	3,0%
Variazione materie	-356	-0,6%	-1.162	-0,2%		0,0%	-12	0,0%	456	0,1%	-60	0,0%	620	0,2%	-39	0,0%
Oneri diversi di gestione	932	1,6%	5.440	0,9%	313	0,5%	1.521	3,8%	6.478	1,1%	2.865	0,7%	4.070	1,3%	530	0,5%
VALORE AGGIUNTO	28.016	48,3%	272.515	47,4%	29.200	50,7%	18.456	45,8%	251.758	42,3%	248.998	56,8%	96.940	31,9%	41.258	41,3%
Costi per il personale	27.122	46,8%	246.526	42,9%	26.825	46,6%	16.432	40,8%	215.168	36,1%	220.362	50,3%	88.927	29,3%	35.182	35,2%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	894	1,5%	25.990	4,5%	2.376	4,1%	2.024	5,0%	36.590	6,1%	28.635	6,5%	8.013	2,6%	6.076	6,1%
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	1.736	3,0%	6.229	1,1%	753	1,3%	536	1,3%	8.148	1,4%	3.254	0,7%	2.863	0,9%	2.031	2,0%
Ammortamento immobilizzazioni materiali	438	0,8%	12.660	2,2%	443	0,8%	362	0,9%	7.947	1,3%	2.142	0,5%	3.709	1,2%	1.560	1,6%
Svalutazioni	94	0,2%	1.500	0,3%		0,0%		0,0%	849	0,1%	1.987	0,5%	629	0,2%	599	0,6%
Accantonamenti per rischi e altri		0,0%							1.047	0,2%	3.064	0	320	0,1%		0,33%
MARGINE OPERATIVO NETTO (MON)	-2.894	-5,0%	5.601	1,0%	1.180	2,0%	1.126	2,8%	18.599	3,1%	18.188	4,1%	491	0,2%	1.886	1,9%
Proventi finanziari	112	0,2%	3.346	0,6%	20	0,0%	876	2,2%	6.821	1,1%	1.271	0,3%	112	0,0%	1.252	1,3%
Oneri finanziari diversi da quelli v/banche		0,0%														0,79%
Rettifiche di attività finanziarie		0,0%	-1.269	-0,2%		0,0%		0,0%	-5.426	-0,9%		0,0%		0,0%		-0,16%
EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	-2.782	-4,8%	7.678	1,3%	1.200	2,1%	2.003	5,0%	19.994	3,4%	19.459	4,4%	603	0,2%	3.137	3,1%
Oneri finanziari	1.316	2,3%	1.167	0,2%	112	0,2%	321	0,8%	812	0,1%	412	0,1%	578	0,2%	1.403	1,4%
RISULTATO ORDINARIO	-4.098	-7,1%	6.511	1,1%	1.088	0,2%	1.682	4,2%	19.182	3,2%	19.047	4,3%	25	0,0%	1.734	1,7%
Imposte dell'esercizio		0,0%	1.686	0,3%	763	1,3%	596	1,5%	3.483	0,6%	6.222	1,4%	626	0,2%	1.015	1,0%
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	-4.098	-7,1%	4.825	0,8%	325	0,6%	1.085	2,7%	15.699	2,6%	12.825	2,9%	-601	-0,2%	719	0,7%



 m. De Nardis

 C. De Nardis

 S. De Nardis

L'analisi proposta, inoltre, analizza l'andamento nel tempo dei principali indicatori economici e finanziari delle principali Società appartenenti a questo settore.

7. STATI PATRIMONIALI E CONTI ECONOMICI – SERIE STORICHE SERIST

Nei prospetti che seguono, al fine di poter analizzare l'attività esercitata dall'impresa, si forniscono in sequenza, sin dalla data della sua costituzione, gli ultimi tre Stati patrimoniali della Serist. Nell'ordine lo Stato patrimoniale ordinario, lo Stato patrimoniale riclassificato con gli indici di struttura, lo Stato patrimoniale riclassificato finanziario con indici e margini ed infine lo Stato patrimoniale funzionale con la riclassificazione del Capitale Investito Netto.

Seguono poi i conti economici degli ultimi 3 esercizi riclassificati a valore aggiunto con gli indici percentuali. (si ricorda che i dati del bilancio 2019 sono ancora provvisori)

STATO PATRIMONIALE SCHEMA CIVILISTICO

ATTIVO	2017	2018	2019
A. CREDITI VERSO SOCI di cui parte già richiamata			
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	16.366.775	15.743.370	14.728.401
B.I. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	10.072.844	9.017.049	8.152.435
B.I.1. Costi impianto e ampliamento			
B.I.2. Costi ricerca e pubblicità			
B.I.3. Diritti brevetto industriale	507.813	170.420	66.697
B.I.4. Concessioni, licenze, marchi			
B.I.5. Avviamento	7.620.322	6.773.619	5.926.917
B.I.6. Immobilizzazioni in corso	137.080	47.592	47.121
B.I.7. Altre immobilizzazioni immateriali	1.807.629	2.025.418	2.111.700
B.II. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	4.918.282	5.355.346	5.205.617
B.II.1. Terreni e fabbricati	3.593.034	3.975.172	3.872.265
B.II.2. Impianti	995.744	1.016.221	1.008.412
B.II.3. Attrezzature industriali	124.182	194.499	211.416
B.II.4. Altri beni	205.322	169.454	113.524
B.II.5. Immobilizzazioni in corso e acconti			
B.III. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	1.375.649	1.370.975	1.370.349
B.III.1. Totale partecipazioni	761.304	761.304	755.831
B.III.1.a. Imprese controllate			
B.III.1.b. Imprese collegate	749.456	749.456	749.456
B.III.1.c. Imprese controllanti			
B.III.1.d. Altre imprese	11.848	11.848	6.375
B.III.2. Totale crediti	614.345	609.671	614.518
B.III.2.a. Crediti v/controlate entro 12 mesi	589.938	589.938	
B.III.2.a. Crediti v/controlate oltre 12 mesi			
B.III.2.b. Crediti v/collegate entro 12 mesi			589.938
B.III.2.b. Crediti v/collegate oltre 12 mesi			

B.III.2.c. Crediti v/controllanti entro 12 mesi			
B.III.2.c. Crediti vs/controllanti oltre 12 mesi			
B.III.2.d. Crediti vs/altri entro 12 mesi	24.407	19.733	24.580
B.III.2.d. Crediti v/altri oltre 12 mesi			
B.III.3 Altri titoli			
B.III.4. Azioni proprie			
C. ATTIVO CIRCOLANTE	31.551.102	18.306.185	17.982.296
C.I. TOTALE RIMANENZE	874.448	1.230.318	858.291
C.I.1. Materie prime	874.448	1.230.318	858.291
C.I.2. Prodotti semilavorati e in corso			
C.I.3. Lavori in corso			
C.I.4. Prodotti finiti			
C.I.5. Acconti			
C.II TOTALE CREDITI	27.426.334	15.436.603	16.207.293
C.II.1. Crediti v/clienti entro 12 mesi	22.009.827	10.366.547	13.108.465
C.II.1. Crediti v/clienti oltre 12 mesi			
C.II.2. Crediti v/controllate entro 12 mesi			
C.II.2. Crediti v/controllate oltre 12 mesi			
C.II.3. Crediti v/collegate entro 12 mesi	1.871.473	2.076.469	
C.II.3. Crediti v/collegate oltre 12 mesi			
C.II.4. Crediti v/controllanti entro 12 mesi	590.504	575.247	540.349
C.II.4. Crediti v/controllanti oltre 12 mesi			
C.II.4.bis Crediti tributari entro 12 mesi	2.131.444	1.770.441	2.061.166
C.II.4.bis Crediti tributari oltre 12 mesi			
C.II.4.ter Crediti per imposte anticipate entro 12 mesi	143.813	143.813	143.813
C.II.4.ter Crediti per imposte anticipate oltre 12 mesi			
C.II.5. Crediti v/altri entro 12 mesi	679.273	504.086	353.500
C.II.5. Crediti v/altri oltre 12 mesi			
C.III TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0	0	0
C.III.1. Partecipazioni in società controllate			
C.III.2. Partecipazioni in società collegate			
C.III.3. Partecipazioni in società controllanti			
C.III.4. Altre partecipazioni			
C.III.5. Azioni proprie			
C.III.5. Azioni proprie, di cui valore nominale			
C.III.6. Altri titoli			
C.III TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	3.250.320	1.639.264	916.712
C.IV.1. Depositi bancari	3.023.925	1.422.264	791.525
C.IV.2. Assegni			
C.IV.3. Denaro in cassa	226.395	217.000	125.187
D. RATEI E RISCOINTI ATTIVI	264.643	546.405	357.395
TOTALE ATTIVO	48.182.520	34.595.960	33.068.092
PASSIVO E NETTO	2017	2018	2019

C. I. Antonio Turchio
 C. II. Antonio Turchio



A. PATRIMONIO NETTO	1.461.426	363.002	-4.594.943
A.I. Capitale sociale	2.010.000	2.010.000	2.010.000
A.II. Riserva da sovrapprezzo	350.258	350.258	350.258
A.III. Riserva di rivalutazione			
A.IV. Riserva legale			
A.V. Riserva statutaria			
A.VI. Riserva azioni proprie			
A.VII. Altre riserve	-2	2.999.997	4.000.000
A.VIII. Utile/perdita a nuovo		-898.830	-4.997.253
A.IX. Utile/perdita di esercizio	-898.830	-4.098.423	-5.957.948

B. TOTALE FONDI RISCHI E ONERI	0	0	0
B.1. Fondo di Quiescenza			
B.2. Fondo Imposte anche differite			
B.3. Altri Fondi			

C. FONDO TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	1.650.872	1.019.084	870.213
--	------------------	------------------	----------------

D. TOTALE DEBITI	44.866.323	33.193.114	36.524.155
D.1. Obbligazionisti entro 12 mesi			
D.1. Obbligazionisti oltre 12 mesi			
D.2. Obbligazionisti convertibili entro 12 mesi			
D.2. Obbligazionisti convertibili oltre 12 mesi			
D.3. Soci per finanziamenti entro 12 mesi	3.000.000		3.400.000
D.3. Soci per finanziamenti oltre 12 mesi			
D.4. Banche entro 12 mesi	21.859.282	13.511.576	11.214.359
D.4. Banche oltre 12 mesi			
D.5. Altri finanziatori entro 12 mesi			
D.5. Altri finanziatori oltre 12 mesi			
D.6. Acconti entro 12 mesi			
D.6. Acconti oltre 12 mesi			
D.7. Fornitori entro 12 mesi	13.797.367	13.891.348	15.757.640
D.7. Fornitori oltre 12 mesi			
D.8. Titoli di credito entro 12 mesi			
D.8. Titoli di credito oltre 12 mesi			
D.9. Società controllate entro 12 mesi			
D.9. Società controllate oltre 12 mesi			
D.10. Società collegate entro 12 mesi	4.400	245.510	
D.10. Società collegate oltre 12 mesi			
D.11. Società controllanti entro 12 mesi			
D.11. Società controllanti oltre 12 mesi			
D.12. Debiti tributari entro 12 mesi	804.465	584.650	564.005
D.12. Debiti tributari oltre 12 mesi			
D.13. Istituti previdenza entro 12 mesi	1.467.627	1.071.310	1.329.653
D.13. Istituti previdenza oltre 12 mesi			
D.14. Altri debiti entro 12 mesi	3.933.182	3.888.720	4.258.498
D.14. Altri debiti oltre 12 mesi			

E. RATEI E RISCONTI PASSIVI	203.899	20.760	268.667
------------------------------------	----------------	---------------	----------------

TOTALE PASSIVO E NETTO	48.182.520	34.595.960	33.068.092
-------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO FINANZIARIO

IMPIEGHI E FONTI	2017		2018		2019	
ATTIVITA' NON CORRENTI	15.752.430	32,69%	15.133.699	43,74%	14.113.883	42,68%
Immobilizzazioni immateriali	10.072.844	20,91%	9.017.049	26,06%	8.152.435	24,65%
Immobilizzazioni materiali	4.918.282	10,21%	5.355.346	15,48%	5.205.617	15,74%
Immobilizzazioni finanziarie	761.304	1,58%	761.304	2,20%	755.831	2,29%
- Partecipazioni	761.304	1,58%	761.304	2,20%	755.831	2,29%
- Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
ATTIVITA' CORRENTI	32.430.090	67,31%	19.462.261	56,26%	18.954.209	57,32%
Rimanenze	874.448	1,81%	1.230.318	3,56%	858.291	2,60%
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	27.690.977	57,47%	15.983.008	46,20%	16.564.688	50,09%
Attività finanziarie entro 12 mesi	614.345	1,28%	609.671	1,76%	614.518	1,86%
Disponibilità liquide	3.250.320	6,75%	1.639.264	4,74%	916.712	2,77%
TOTALE IMPIEGHI	48.182.520	100,00%	34.595.960	100,00%	33.068.092	100,00%
PATRIMONIO NETTO	1.461.426	3,03%	363.002	1,05%	-4.594.943	-13,90%
PASSIVITA' NON CORRENTI	1.650.872	3,43%	1.019.084	2,95%	870.213	2,63%
Fondi per rischi e oneri	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fondo trattamento di fine rapporto	1.650.872	3,43%	1.019.084	2,95%	870.213	2,63%
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Debiti finanziari oltre 12 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PASSIVITA' CORRENTI	45.070.222	93,54%	33.213.874	96,01%	36.792.822	111,26%
Debiti verso banche	21.859.282	45,37%	13.511.576	39,06%	11.214.359	33,91%
Debiti verso altri finanziatori	3.000.000	6,23%	0	0,00%	3.400.000	10,28%
Debiti commerciali	13.797.367	28,64%	13.891.348	40,15%	15.757.640	47,65%
Debiti tributari	804.465	1,67%	584.650	1,69%	564.005	1,71%
Altre passività	5.609.108	11,64%	5.226.300	15,11%	5.856.818	17,71%
TOTALE FONTI	48.182.520	100,00%	34.595.960	100,00%	33.068.092	100,00%



Handwritten signature and notes on the right margin of the page.

INDICI E MARGINI	2017	2018	2019
------------------	------	------	------

ANALISI DELLA LIQUIDITA'			
Analisi dell'equilibrio			
Margine di tesoreria	-13.514.580	-14.981.931	-18.696.904
Indice di liquidità	0,70	0,55	0,49
Capitale circolante netto (CCN)	-12.640.132	-13.751.613	-17.838.613
Indice di disponibilità	0,72	0,59	0,52
Analisi del ciclo commerciale			
Dilazione media dei crediti commerciali (giorni)	111	66	82
Dilazione media dei debiti commerciali (giorni)	142	177	196
Giorni medi giacenza di materie prime	13	22	14
Durata del ciclo commerciale (senza prodotti finiti)	-17	-89	-100
Analisi del ciclo finanziario			
Incidenza della liquidità sugli investimenti	6,75%	4,74%	2,77%
Coverage del ciclo commerciale	0,39	-0,66	-0,19
Coverage dei ricavi	4,57%	2,91%	1,59%
Coverage dei debiti finanziari a breve	14,45%	-2,30%	-15,60%
Intensità dei debiti finanziari a breve	34,93%	23,96%	25,33%

ANALISI DELLA SOLIDITA'			
Composizione degli impieghi			
Peso delle attività non correnti	32,69%	43,74%	42,68%
Peso delle attività correnti	67,31%	56,26%	57,32%
Composizione delle fonti			
Indice di autonomia finanziaria	3,03%	1,05%	-13,90%
Peso delle passività non correnti	3,43%	2,95%	2,63%
Peso delle passività correnti	93,54%	96,01%	111,26%
Rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri			
Debt/Equity	13,84	28,93	-2,68
Correlazione fra impieghi e fonti			
Margine di struttura	-14.291.004	-14.770.697	-18.708.826
Indice di copertura delle immobilizzazioni	9,28%	2,40%	-32,56%
Correlazione fra fonti e redditività			
Indice di intensità del finanziamento	34,93%	23,96%	25,33%
Indice di copertura degli oneri finanziari	3,48	0,58	-1,83
Indice di copertura dei debiti finanziari	21,41%	6,62%	-10,24%
Turnover del capitale	1,48	1,63	1,74

ANALISI REDDITUALE			
Indici di redditività			
Return on equity (ROE)	-61,50%	-1129,04%	129,66%
Return on equity medio (ROE medio)	-11,51%	-449,28%	281,57%
Return on assets (ROA)	1,73%	-8,37%	-15,65%
Return on investment (ROI)	3,72%	-20,05%	-51,31%
Return on investment operativo (ROlop)	3,83%	-26,64%	-66,92%
Return on sales (ROS)	1,17%	-5,13%	-8,97%
Turnover operativo	3,28	5,19	7,46
Return on debt (ROD)	6,15%	11,32%	5,58%



STATO PATRIMONIALE FUNZIONALE

IMPIEGHI E FONTI	2017	2018	2019
ATTIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	14.991.126	14.372.395	13.358.052
Immobilizzazioni immateriali	10.072.844	9.017.049	8.152.435
Immobilizzazioni materiali	4.918.282	5.355.346	5.205.617
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	0	0	0
ATTIVITA' OPERATIVE CORRENTI	28.565.425	17.213.326	17.422.979
Rimanenze	874.448	1.230.318	858.291
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	27.690.977	15.983.008	16.564.688
ATTIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	761.304	761.304	755.831
Partecipazioni	761.304	761.304	755.831
Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	0	0	0
ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	3.864.665	2.248.935	1.531.230
Attività finanziarie entro 12 mesi	614.345	609.671	614.518
Disponibilità liquide	3.250.320	1.639.264	916.712
TOTALE IMPIEGHI	48.182.520	34.595.960	33.068.092
PATRIMONIO NETTO	1.461.426	363.002	-4.594.943
PASSIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	1.650.872	1.019.084	870.213
Fondi per rischi e oneri	0	0	0
Fondo trattamento di fine rapporto	1.650.872	1.019.084	870.213
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	0	0	0
PASSIVITA' OPERATIVE CORRENTI	20.210.940	19.702.298	22.178.463
Debiti commerciali	13.797.367	13.891.348	15.757.640
Debiti tributari	804.465	584.650	564.005
Altre passività	5.609.108	5.226.300	5.856.818
PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	0	0	0
Debiti finanziari oltre 12 mesi	0	0	0
PASSIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	24.859.282	13.511.576	14.614.359
Debiti verso banche	21.859.282	13.511.576	11.214.359
Debiti verso altri finanziatori	3.000.000	0	3.400.000
TOTALE FONTI	48.182.520	34.595.960	33.068.092
Immobilizzo netto	13.340.254	13.353.311	12.487.829
Capitale circolante netto operativo (CCNop)	8.354.485	-2.488.972	-4.758.482
Capitale operativo investito netto (COIN)	21.694.739	10.864.339	7.732.355
Patrimonio netto	1.461.426	363.002	-4.594.943



Posizione finanziaria netta non corrente (PFNnc)	-761.304	-761.304	-755.831
Posizione finanziaria netta corrente (PFNc)	20.994.617	11.262.641	13.083.129
Totale delle fonti	21.694.739	10.864.339	7.732.355

Immobilizzo netto	13.340.254	13.353.311	12.487.839
Capitale circolante netto operativo (CCNop)	8.354.485	-2.488.972	-4.755.484
Capitale operativo investito netto (COIN)	21.694.739	10.864.339	7.732.355
Attività finanziarie non correnti	761.304	761.304	755.831
Attività finanziarie correnti	3.864.665	2.248.935	1.531.230
Capitale investito netto (CIN)	26.320.708	13.874.578	10.019.416
Patrimonio netto	1.461.426	363.002	-4.594.943
Passività finanziarie non correnti	0	0	0
Passività finanziarie correnti	24.859.282	13.511.576	14.614.359
Totale delle fonti	26.320.708	13.874.578	10.019.416

Come si evince dallo Stato patrimoniale la società, nel corso dei suoi tre anni di vita, ha subito un grave dissesto patrimoniale in special modo negli anni 2018 e 2019. Nell'arco dei 3 anni ha subito una diminuzione di patrimonio, per effetto di perdite pari a k€ 10.955. I soci hanno, tuttavia effettuato apporti per complessivi k€ 7.000, nel corso del 2018 (k€ 3.000) e 2019 (k€ 4.000).

I debiti sono passati dal 61% al 62% (del 2019) dei ricavi nonostante il calo di questi ultimi da k€ 73.021 a k€ 58.980 e l'indebitamento corrente (passività correnti) risulta pari al 111% delle Fonti. Risulta evidente lo squilibrio patrimoniale. Tramite le riclassifica è evidente come, già a partire dall'esercizio 2017, le attività correnti non siano in grado di assorbire le passività correnti (attivo circolante k€ 32.430 / passivo corrente k€ 45.070) determinando così l'impossibilità per l'azienda, segnatamente nel corso del 2019, di far fronte in breve periodo alle obbligazioni sociali.

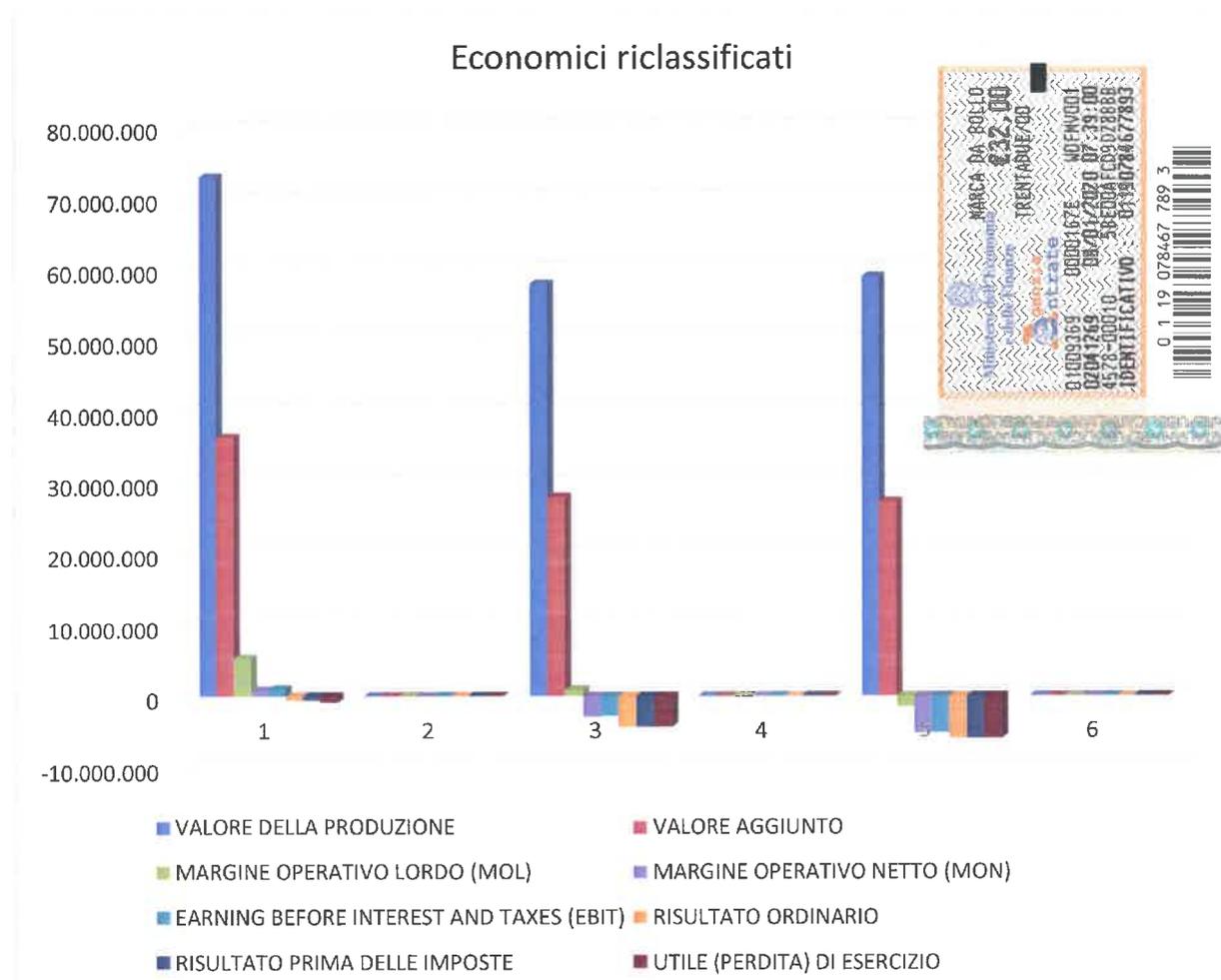
Si ritiene altresì utile evidenziare gli indici patrimoniali delle medie di settore - per l'anno 2018 (fonte CERVED - ultimo disponibile) - al fine di fare una comparazione con quelli dell'azienda oggetto di valutazione (vedi figura sotto) per trovare conferma di un profondo squilibrio strutturale. Risultano evidenti carenze sul piano degli investimenti tecnici in contrapposizione agli investimenti immateriali (squilibrio nella voce Avviamento), nei crediti commerciali e nelle Disponibilità liquide.

	Serist	Medie settore
ATTIVO IMMOBILIZZATO	43,74%	56,65%
Immobilizzazioni immateriali	26,06%	15,12%
Immobilizzazioni materiali	15,48%	26,56%
Immobilizzazioni finanziarie	2,20%	14,97%
ATTIVO CORRENTE	56,26%	43,35%
Rimanenze	3,56%	4,37%
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	46,20%	18,89%
Attività finanziarie entro 12 mesi	1,76%	10,65%
Disponibilità liquide	4,74%	9,44%

PATRIMONIO NETTO	1,05%	74,13%
PASSIVITA' NON CORRENTI	2,95%	26,33%
Fondi per rischi e oneri	0,00%	0,00%
Fondo trattamento di fine rapporto	2,95%	ND

EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	978.356	1,3%	-2.782.076	-4,8%	-5.141.350	-8,72%
Oneri finanziari	1.529.997	2,1%	1.529.997	2,6%	816.104	1,38%
RISULTATO ORDINARIO	-551.641	-0,8%	-4.312.073	-7,4%	5.957.454	-10,10%
Saldo proventi e oneri straordinari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,00%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-551.641	-0,8%	-4.312.073	-7,4%	5.957.454	-10,10%
Imposte dell'esercizio	347.189	0,5%	0	0,0%	494	0,00%
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	-898.830	-1,2%	-4.312.073	-7,4%	5.957.948	-10,10%

Sul piano economico il grafico che segue fornisce una “visuale” immediata sulla profittabilità dell’azienda così com’è attualmente “organizzata e strutturata”.



Dall’analisi dei conti economici si evidenzia che la società ha subito, tra il 2017 e il 2019 costanti perdite (perdita complessiva k€ 10.955) k€ 898 nel 2017 con fatturato di k€ 71.717; k€ 4.312 nel 2018 con fatturato k€ 56.382 e - dato provvisorio - k€ 5.958 nel 2019 con fatturato di k€ 57.698. Ai fini puramente

informativi si segnala che la società – ante conferimento (dalla quale discende nella sua interezza e oggi controllante) presentava il seguente fatturato/utile:

- utile 2015 k€ 1.330 su un fatturato di k€ 89.633 (1,46%)
- utile 2016 per k€ 669 su un fatturato di k€ 72.397 (0,9%).

Ne consegue che l'azienda opera in un settore dove è importante generare "massa critica" – per ammortizzare i "costi fissi" che per Serist sono rappresentati da una efficace, anche se "ipertrofica" struttura di sede. Fatto confermato dall'analisi del costo del lavoro (si vedano anche allegati all'attestazione Studio Avv. Giuliana sull'area del personale).

Gli scriventi, a causa della chiusura degli uffici per via del fenomeno del "Coronavirus" che di fatto ha colpito la società da vicino, non hanno potuto invece farsi un'idea del grado di efficienza dei processi interni aziendali. Dalla analisi e comparazione dei risultati di settore appare plausibile la possibilità di miglioramento economico sul fronte degli approvvigionamenti e del costo delle risorse umane. I periti ritengono altresì che un potenziale acquirente dovrà anche avere una solidità finanziaria adeguata a poter contenere il costo delle linee di credito che hanno avuto un importante "peso" sui conti economici della società perizianda. È opportuno infatti evidenziare che sia le medie (2018) del *panel* osservato (0,4% dei ricavi), sia quelle di settore⁵ (0,72% dei ricavi), sono assolutamente al di sotto di quelle di Serist che risultano pari al 2,3% dei ricavi nel 2018, mentre nel settore l'EBITDA è stato pari al 5,56% e la media dell'utile è stata pari allo 0,81%. Si osservi che nella media del panel "virtuoso" considerato l'EBITDA è stato pari al 5,0% e l'utile pari all'1,5%. **Non è quindi possibile "sacrificare" oltre 2 punti percentuali dell'EBITDA per ottenere linee di credito.**

Analogamente si legga circa il Costo delle materie e del Personale che sono rispettivamente:

- il primo pari al 35,51% dei ricavi nelle medie di settore, al 30,3% nel panel considerato e tale indice che invece si attesta invece al 36,8% per Serist.
- il secondo pari al 32,7% nelle medie di settore, al 40,2% nel *panel* e al 46,8% per Serist.

(costo medio per addetto del *panel* considerato € 21.711 contro gli € 24.215 della Serist).

Dalla "fotografia" eseguita sulla SERIST è pertanto emerso il quadro di una società in disequilibrio economico-finanziario irreversibile (*distress* economico e finanziario). In questa situazione l'azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, la redditività è totalmente compromessa e non vi sono ragionevoli previsioni di ristabilire l'equilibrio finanziario. È una situazione di dissesto permanente ed irreversibile. Le condizioni minime necessarie per garantire la continuità nel tempo dell'operatività quotidiana sono assenti, per cui l'azienda, in determinate condizioni di mercato, non può essere più valutata nel suo insieme, ma deve essere considerata come composta da singoli beni suscettibili di autonomo realizzo. Il contesto di riferimento è, quindi, quello liquidatorio.

Questo rappresenta l'ultima fase di vita dell'azienda ed è conseguente alla presa d'atto che la normale operatività, e quindi la continuità aziendale sono venute meno e così ogni possibilità di recupero economico-finanziario è ormai compromessa. Non vi sono – salvo radicali e lunghe ristrutturazioni oltre all'investimento di ingenti capitali, prospettive per riportare in positivo i flussi di cassa operativi; il

⁵ Fonte CERVED



procrastinarsi dell'attività genererebbe solo ulteriori costi; la struttura del capitale è in una situazione di deficit patrimoniale permanente. In questo contesto la liquidazione dell'azienda (anche in un contesto fallimentare) in crisi sembrerebbe essere l'unica strada per il miglior soddisfacimento dei terzi creditori.

8. L'ANALISI DELL'INCARICO E LE FASI DI SVOLGIMENTO

La stipula di un contratto d'affitto d'azienda, in contesto "protetto", prima della sua eventuale cessione appare ineluttabile, con tutti gli interrogativi del caso in tema di continuità aziendale e nell'eventuale stato liquidatorio della SERIST. Un aspetto di particolare criticità da considerare, nell'ambito di valutazione di aziende in crisi, all'interno di procedure endoconcorsuali o preconcorsuali, è il presupposto di continuità aziendale, in assenza del quale l'attribuzione di un valore è un esercizio puramente teorico.

Quindi, di particolare rilevanza e complessità ai fini della presente stima è risultato l'inquadramento dei presupposti della valutazione, ovvero se possa dirsi in qualche modo applicabile alla stima in esame il presupposto della continuità della gestione ovvero se la valutazione debba avvenire nella prospettiva della liquidazione con il realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che compongono il complesso aziendale.

9. IL PRESUPPOSTO DI CONTINUITÀ AZIENDALE

Nel caso che qui occupa, come spesso accade infatti, l'oggetto della stima non è una società, bensì compendio aziendale da cedere (eventualmente concesso in affitto per garantire la prosecuzione della vita dell'azienda). Relativamente a tale complesso è da verificarsi il presupposto di continuità aziendale e quindi il sussistere delle condizioni di economicità per la prosecuzione (anche in capo ad un acquirente/*terzo assunto*) oppure, se accertato il venire meno della continuità aziendale, anche indiretta, un approccio valutativo di tipo liquidatorio in relazione al valore che i singoli beni potrebbero astrattamente portare economie positive e di scala a favore di un potenziale acquirente. Nel caso di specie, in assenza di strumenti budgetari e per i motivi già esposti poichè non è possibile eseguire stime reddituali stanti i risultati negativi passati, gli scriventi hanno proceduto a stimare i potenziali risultati futuri dell'azienda – operando le dovute possibili e misurabili ristrutturazioni interne che solo un acquirente "efficiente" del settore potrà apportare.

Dall'esame delle possibili società affittuarie/cessionarie (visionate le manifestazioni di interesse/proposte condizionate) risulta evidente che l'attività che queste svolgono è, in tutto e per tutto, analoga a quella di SERIST, della quale si troverebbero ad utilizzare il marchio, gli impianti di produzione, l'organizzazione distributiva e di somministrazione pasti, una parte del personale e ovviamente i clienti di SERIST che sono il primo mercato di riferimento. Ciò implica che, ai fini valutativi, la verifica della continuità aziendale può attuarsi prendendo a riferimento i dati economici di SERIST, operate le opportune modifiche derivanti dall'integrazione del compendio aziendale oggetto di cessione depurato dalle passività e dalle attività non rientranti nel perimetro di affitto/cessione (di cui si dirà nel paragrafo Conti Economici previsionali della potenziale cessionaria).



10. LA FUNZIONE DEL VALORE

La verifica del presupposto della continuità aziendale, anche indiretta, guida la scelta successiva della funzione del valore. Ove tale presupposto è soddisfatto, si è di fronte ad una realtà aziendale in funzionamento e sono teoricamente applicabili tutte le funzioni del valore descritte dalla dottrina quali:

- i criteri basati sui flussi di risultati (di reddito o di cassa) che si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo;
- i criteri patrimoniali che si fondano sulla determinazione del valore di mercato delle attività aziendali. Il criterio patrimoniale semplice considera le sole attività di bilancio, quello complesso include anche le attività intangibili di cui l'azienda dispone, pur non figurando nel bilancio, e l'avviamento;
- i criteri fondati sul confronto con i dati di mercato (cosiddetti metodi dei multipli).

Se, al contrario, il presupposto della continuità aziendale non è soddisfatto, si rende necessaria la determinazione del valore di liquidazione, ovvero la somma del prezzo di cessione per stralcio di tutti beni che compongono il patrimonio aziendale.

Nel presente contesto, in ipotesi di continuità aziendale, gli esperti hanno ritenuto che la funzione del valore maggiormente appropriata fosse di tipo reddituale, con formula del CAPM come si vedrà nel prosieguo con evidenziazione dell'avviamento determinato sulla base delle ipotesi future di sviluppo dell'azienda in seno all'acquirente; ciò per le seguenti ragioni:

- l'informazione patrimoniale è necessaria, in quanto le attività e passività oggetto di affitto risultano e vengono determinate in modo analitico negli Stati patrimoniali previsionali; il che richiede la determinazione del valore corrente per ciascuna di esse; depurati dei crediti e debiti che invece rimarranno in capo alla cedente a formare l'attivo da ripartire a fronte della massa passiva come espresso nelle strategie del management della Serist;
- l'evidenziazione dell'avviamento come valore autonomo permetterebbe di esprimere un giudizio in merito all'opportunità di "salvare il compendio" e del costo dell'investimento/profittabilità per il potenziale acquirente. Infatti, se tale valore fosse molto basso o negativo, gli sforzi per "mantenere in vita" l'azienda non sarebbero giustificati; come d'altronde la disponibilità all'acquisto di un'azienda in crisi che non possa ri-esprimere valori patrimoniali positivi (in assenza di plusvalori latenti);
- il perfezionamento di un contratto d'affitto con opzione di acquisto "irrevocabile" da parte di un potenziale acquirente costituirebbe un valido impegno a presupposto e fondamento della domanda di concordato. Altrettanto importante per lo stesso, nonostante i dati reddituali sin qui negativi (*badwill*), sarebbe la capacità dell'azienda di esprimere un valore d'avviamento dato dal know-how che si ritiene, indubbiamente esistente, allorquando esista un potenziale acquirente disposto a pagarne il prezzo.

La metodologia di applicazione della funzione del valore è stata sviluppata attraverso i seguenti passaggi:

1. stima del valore Patrimoniale semplice del compendio ottenuto per somma algebrica del valore corrente, appositamente determinato, di ciascuna attività e passività oggetto di affitto ad una data di "cutoff", presumibilmente ai primi del 2021;



Handwritten signature or scribble in blue ink.

Vertical handwritten signature in blue ink: Quacquarelli S.p.A. - Studi e Ricerche Economiche e Sociali

2. costruzione del Conto economico dell'affittuaria per la verifica della possibile ripresa reddituale positiva, (tenuto conto dell'impatto post Covid19) e stima dell'avviamento misurato come valore attuale del reddito medio prospettico imputabile al compendio nel periodo 2021-2024 (l'anno 2020 viene scartato sia perché l'azienda è ancora in possesso del venditore sia perché, a causa della struttura pressoché imm modificabile in capo all'acquirente e altresì dal blocco delle attività dovute alle restrizioni imposte in Lombardia a causa del predetto "Coronavirus").

Diviene quindi centrale determinare il rendimento normale del compendio facendo ricorso alla teoria economico-finanziaria ed in particolare al Capital Assets Pricing Model (CAPM) che è generalmente accettato sia dalla dottrina che dalla prassi quale il modello più accurato di stima del rendimento di un'attività finanziaria o reale quale un'azienda concessa in affitto.

Dal punto di vista metodologico, si tratta di:

1. definire il valore del compendio oggetto di affitto (nel caso di specie per l'acquirente);
2. stimare il rendimento normale del compendio sulla base del capitale investito netto;
3. calcolarne il valore come prodotto dei due fattori precedenti.

Successivamente calcolare il valore dell'avviamento e confrontarlo con il reddito operativo e determinare il sovrareddito (se esistente).

Vediamo schematicamente le fasi del lavoro svolto.

La determinazione del perimetro del compendio costituisce uno degli aspetti più delicati nella cessione dell'azienda di impresa in concordato (in linea di principio, il compendio dovrebbe essere costituito solo da poste attive, per quanto non sia insolito considerare i debiti di lavoro e quelli gestionali post-concorso in "pendenza" di Procedura).

11. VERIFICA DELLE CONDIZIONI DI ECONOMICITÀ

Poiché la società non dispone di un piano industriale (budget) né di altro documento o dato previsionale sia dell'affittante che dell'affittuaria, si è reso necessario ricostruire il Conto economico preventivo (a 4 anni 2021-22-23-24) del compendio, sulla base di assunzioni ed ipotesi definite facendo riferimento ai dati di bilancio degli ultimi tre anni di SERIST Srl quale base di partenza, poiché l'attività e l'organizzazione aziendale non si andrebbe a modificare in modo sostanziale in capo all'affittuaria/cessionaria. Si sono poi sviluppate proiezioni modificando i valori economici ed i margini sulla base di un maggiore efficienza prospettica di un potenziale acquirente con struttura stabile e profittevole anche tenuto conto delle medie di settore come evidenziato in precedenza.

Il tasso di crescita dei ricavi è stato ottenuto sulla base:



- di un pieno ritorno al fatturato registrato nel 2019 con una progressiva ripresa negli esercizi 2021 e 2022 e comunque non prima del 2024. Tale ripresa appare pienamente raggiungibile anche grazie alla potenzialità aziendale non del tutto espressa⁶;
- escludendo l'esercizio 2020 ormai fortemente compromesso dalle restrizioni imposte dall'espandersi del fenomeno pandemico citato e considerando un esercizio 2021 che risentirà degli effetti post virus.

La stima della struttura dei costi è stata elaborata in ipotesi di stabilità rispetto al passato, assumendo un risparmio di costo per il personale conseguente alla riduzione dell'organico di sede astrattamente sostituibile dal personale direttivo dell'acquirente e da funzioni aziendali che verrebbero assorbite dall'affittuaria quali amministrazione, controllo del credito, movimento magazzino, responsabili di divisione e mantenendo l'organico degli Ispettori. Le imposte sono state calcolate utilizzando le aliquote legali al momento vigenti. Residualmente e con un'ottica di medio-lungo termine anche in relazione alla riduzione del costo per addetto.

Per quanto detto in precedenza in tema di sottocapitalizzazione degli investimenti è stata considerata la necessità di effettuare investimenti di rinnovo e sostituzione nel corso del 2024:

- sia per mantenere il corrente livello di competitività sui mercati; allo scopo si è ipotizzata una relazione fissa tra ricavi e capitale immobilizzato, in modo da commisurare l'entità degli investimenti anche all'andamento del ciclo produttivo;
- sia perché le immobilizzazioni destinate alla produzione dei ricavi appaiono avere ancora una durata di vita produttiva utile (come anche si evince dai piani di ammortamento e dalla perizia redatta su tali beni) ma è ragionevole ipotizzare, nell'orizzonte considerato tali investimenti;
- sia perché non è ipotizzabile prevedere con precisione le strategie di gestione ed investimento di un potenziale acquirente.

12. PRINCIPALI EFFETTI DELL'APPLICAZIONE DI ECONOMIE ED EFFICIENZE DI SCALA

12.1. Assunzioni generali

Lo stato patrimoniale di cessione ed il conto economico previsionale dell'azienda (2021 – 2024) in capo al soggetto acquirente prevede le seguenti assunzioni:

- le strategie del management prevedono, come sovente accade, un periodo d'affitto d'azienda "ponte" rispetto all'acquisto vero e proprio che può essere perfezionato, in sede concordataria, solo ad un momento successivo (post aggiudicazione d'azienda con procedure competitive come dettato dalla norma concorsuale). In particolare la cessione d'azienda al potenziale acquirente verrà effettuata "senza debiti e crediti" ad eccezione del debito per Fondo di trattamento fine rapporto relativo al personale dipendente" che passerà integralmente nelle economie del cessionario oltre ai debiti per oneri differiti;
- riduzione del costo del lavoro per utilizzo di risorse già presenti funzionalmente nel gruppo affittuario/acquirente;

⁶ La struttura produttiva non verrebbe a mutare e si veda la capacità/potenzialità produttiva (come numero di pasti), inespresa del Centro di cottura di Agrate Brianza.



Spesato a...

Autore Luigi Antonio Turchio

- riduzione degli attuali ammortamenti quale principale effetto della riduzione del valore di avviamento già detto (vengono, anche per semplicità considerate le attuali manutenzioni ordinarie impianti, macchinari ed attrezzature);
- riduzione costante, a partire dal secondo anno (2022), del costo delle materie prime e del personale dato dalla ripresa di efficienza dei processi produttivi e diminuzione del costo di acquisto di materie prime e semilavorati per effetto del “maggiore” potere contrattuale dell’acquirente;
- eliminazione di altri costi duplicati di natura gestionale generale;
- sul fronte dei ricavi si è tenuto conto di un tasso di crescita (*ri-crescita*) dei ricavi pari al 3% circa all’anno sulla base dei numeri storici.

Sulla base dei risultati presentati si può mostrare che il compendio sarebbe in grado di produrre un risultato operativo al netto delle imposte, marcatamente positivo, dal 2°/3° anno in maniera crescente grazie alle economie ed efficienze di scala derivanti dall’inserimento funzionale nel gruppo dell’affittuaria/acquirente. Ne risulta, quindi, un giudizio positivo in merito alla continuità aziendale, in capo all’affittuaria sul quale si poggia tutto l’impianto Concordatario e ragionevolmente il miglior realizzo in capo alla Procedura.

Gli scriventi ritengono inoltre che le condizioni di economicità continuino ad esistere anche a condizione che il ricorso all’indebitamento sia molto contenuto nei primi 3/5 anni di attività ovvero se l’affittuaria possa finanziarsi con capitale proprio anche in merito ad un eventuale parziale rinnovamento impianti. Pertanto un tema conseguente, anche se non “centrale” ai fini dell’analisi, diventa quello della capacità dell’acquirente di soddisfare, in futuro, le proprie obbligazioni (e, quindi, di pagare il prezzo d’acquisto che verrà determinato con le apposite procedure contrattuali e concorsuali).

12.2. Assunzioni particolari

Ai soli fini metodologici e di semplicità si è assunto che il compendio aziendale possa essere ceduto ad un potenziale acquirente all’inizio dell’anno 2021 dopo un periodo di affitto di azienda. L’eventuale scostamento di qualche mese rispetto ad un’ipotetica data di inizio del mese di gennaio 2021 non porterebbe deviazioni significative nelle valutazioni a cui gli scriventi sono pervenuti. Parimenti le proiezioni utilizzate non considerano eventuali soluzioni di discontinuità date dalle regole civilistiche e fiscali tipiche dell’istituto dell’affitto d’azienda e che sarebbero normalmente applicabili in un contratto “*stand alone*” (come la gestione delle spese di manutenzione straordinaria, la prosecuzione degli ammortamenti in capo al locatore o meno, clausole di indennizzo per le differenze di consistenze inventariali tra l’inizio e la fine della locazione, eventuale valore economico dell’azienda a fine locazione) atteso che il potenziale locatore si trasformerà anche in acquirente e che quindi tali pattuizioni sarebbero irrilevanti nel caso di specie.

13. STATO PATRIMONIALE DI CESSIONE E CONTO ECONOMICO PREVISIONALE DELL’AFFITTUARIA/ACQUIRENTE

I sottoscritti, sulla base delle assunzioni predette e della ricostruzione dei dati prospettici hanno determinato le seguenti ipotesi previsionali (tutti i prospetti che seguono sono in migliaia di euro).

ANNULLATO



CONTI ECONOMICI PREVISIONALI

CONTI ECONOMICI PREVISIONALI EURO X 000	2021		2022		2023		2024	
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	52.000	98,1%	53.500	98,17%	55.500	98,23%	57.000	98,28%
Variazione rimanenze prodotti		0,0%		0,0%		0,00%		0,00%
Variazione lavori in corso		0,0%		0,0%		0,00%		0,00%
Incrementi di immobilizzazioni		0,0%		0,0%		0,00%		0,00%
Altri ricavi	1.000	1,9%	1.000	1,0%	1.000	1,77%	1.000	1,72%
VALORE DELLA PRODUZIONE	53.000	100,0%	54.500	100,0%	56.500	100,00%	58.000	100,00%
Costi per materie prime e consumo	17.755	33,50%	18.001	33,03%	18.518	32,78%	18.502	31,90%
Costi per servizi	5.288	9,98%	7.568	13,89%	8.813	15,60%	9.273	15,99%
Costi per godimento beni di terzi	970	1,83%	920	1,69%	930	1,65%	960	1,66%
Variazione materie	-49	-0,09%	-50	-0,09%	-104	-0,18%	-101	-0,17%
Oneri diversi di gestione	700	1,32%	720	1,32%	750	1,33%	760	1,31%
VALORE AGGIUNTO	28.335	53,46%	27.341	50,17%	27.593	48,84%	28.606	49,32%
Costi per il personale	26.616	50,22%	25.500	46,79%	25.500	45,13%	26.000	44,83%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	1.720	3,24%	1.841	3,38%	2.093	3,70%	2.606	4,49%
Accantonamenti per lavoro dipendente				0,00%				
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	701	1,32%	701	1,29%	701	1,24%	701	1,21%
Ammortamento immobilizzazioni materiali	371	0,70%	371	0,68%	371	0,66%	655	1,13%
Svalutazioni	265	0,50%	273	0,50%	283	0,50%	290	0,50%
Accantonamenti per rischi e altri				0,00%				
MARGINE OPERATIVO NETTO (MON)	383	0,72%	497	0,9%	739	1,31%	960	1,65%
Proventi finanziari	00	0,00%	00	0,00%	00	0,00%	00	0,00%
Oneri finanziari diversi da quelli v/banche				0,00%				
Rettifiche di attività finanziarie		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	383	0,72%	497	0,91%	739	1,31%	960	1,65%
Oneri finanziari	-92	-0,17%	-156	-0,29%	-114	-0,20%	-78	-0,13%
RISULTATO ORDINARIO	291	0,55%	341	0,63%	625	1,11%	882	1,52%
Imposte dell'esercizio	87	0,16%	102	0,19%	187	0,33%	265	0,46%
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	203	0,38%	239	0,44%	437	0,77%	617	1,06%

Le proiezioni dei conti economici previsionali ipotizzano, nel medio termine, la possibilità di un generale miglioramento che un acquirente efficiente e dotato di idonee risorse strutturali e finanziarie dovrebbe essere in grado di apportare all'azienda acquisita. Nel corso di un adeguato lasso temporale, si possono notare:

- un miglioramento del costo di acquisto delle materie prime (che passa da un 33,5% sui ricavi ad un 31,9%; le medie del *panel* indicate nella comparazione al capitolo 6 sono pari a 30,3 % e le medie di settore a 35,51%);
- un miglioramento del costo del personale dato anche dalla forte incidenza del personale di sede (media del *panel* 40,2 media settore 32,7%) costo che rimane comunque al di sopra delle predette;



Spese per...

Sui Abusi Crediti

Guller

- una riduzione degli oneri finanziari sulla scorta di quanto già detto circa la necessità di ridurre al minimo il ricorso al capitale di finanziamento nell'ipotesi di acquisto da parte di un *player* solido; nei conti elaborati sono al di sotto dello 0,5% di incidenza sui ricavi.
- un aumento dei costi per servizi sul presupposto di un maggiore impiego di risorse esterne a compensare la riduzione dei costi del personale in modo da rendere più flessibile la struttura di tali costi.

Dalle proiezioni economiche (prudenziali) pertanto, il reddito medio atteso (sui 4 anni orizzonte) **ante imposte** risulterebbe pertanto pari ad € (290.000+340.000+624.000+881.000)/4= **€ 534.000 reddito medio** circa arrotondato.

Si è assunto che la tassazione fosse pari al 30% (24 IRES +3,9 IRAP oltre ad un fattore che considera i costi indeducibili, ai fini delle predette imposte, pari al 2,1%).

Seguono quindi gli stati patrimoniali previsionali dell'acquirente (2021-2024) nonché i Flussi finanziari dai quali è possibile evincere i flussi totali e di liquidità generati nel periodo considerato.

STATI PATRIMONIALI PREVISIONALI

Stato patrimoniale riclassificato	2021	2022	2023	2024
Attività liquide	904.102	945.095	2.437.557	2.649.228
Crediti commerciali B/T	13.894.116	14.219.474	14.741.186	15.132.565
Crediti finanziari B/T	0	0	0	0
Crediti diversi B/T e altre attività a B/T	2.200.000	2.305.000	2.350.000	2.407.000
Anticipi a fornitori				
Rimanenze nette	48.645	98.633	202.937	304.145
ATTIVITA' CORRENTI	17.046.863	17.568.202	19.731.680	20.492.938
Crediti diversi e altre attività ML/T	0	0	0	0
Partecipazioni nette	1.350.206	1.350.206	1.350.206	1.350.206
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE NETTE	1.350.206	1.350.206	1.350.206	1.350.206
ATTIVITA' IMMATERIALI/ONERI PL. NETTI	2.804.000	2.103.000	1.402.000	701.000
Immobilizzazioni tecniche nette in esercizio	4.748.312	4.377.512	4.006.712	4.773.512
Immobilizzazioni in corso e anticipi per immobilizzazioni	0	0	0	0
IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE NETTE	4.748.312	4.377.512	4.006.712	4.773.512
ATTIVITA' IMMOBILIZZATE	8.902.518	7.830.718	6.758.918	6.824.718
TOTALE ATTIVO	25.949.381	25.398.920	26.490.598	27.317.656
Debiti finanziari B/T v/banche e istituti	2.300.000	1.600.000	1.250.000	1.000.000
Debiti v/altri finanziatori B/T	0	0	0	0
DEBITI FINANZIARI A B.T.	2.300.000	1.600.000	1.250.000	1.000.000
Debiti v/fornitori per impianti B/T	0	0	0	0
Debiti commerciali B/T	11.005.871	10.324.647	9.999.741	9.142.393
DEBITI COMMERCIALI A B.T.	11.005.871	10.324.647	9.999.741	9.142.393
ALTRI DEBITI A B.T.	4.324.914	3.656.260	3.725.389	3.757.926
PASSIVITA' CORRENTI	17.630.785	15.580.907	14.975.130	13.900.319
Debiti finanziari ML/T v/banche e istituti	0	0	0	0
Debiti v/altri finanziatori ML/T	0	0	0	0
Debiti v/fornitori per impianti ML/T	0	0	0	0
Debiti diversi e altre passività ML/T	0	0	0	0
Debiti finanziari ML/T v/soci	0	0	0	0
Obbligazioni	0	0	0	0



Handwritten signature

Vertical handwritten signature

DEBITI CONSOLIDATI	0	0	0	0
FONDI ONERI E SPESE FUTURE	0	0	0	0
FONDO TFR	1.315.600	2.576.080	3.836.560	5.121.740
Capitale sociale	6.800.000	6.800.000	6.800.000	6.800.000
Conferimenti in c/capitale	0	0	0	0
Riserve	0	0	0	0
Utili (perdite) portati a nuovo	0	202.996	441.933	878.908
Utile (perdita) dell'esercizio	202.996	238.937	436.975	616.689
CAPITALE NETTO	7.002.996	7.241.933	7.678.908	8.295.597
TOTALE PASSIVO	25.949.381	25.398.920	26.490.598	27.317.656

Un generale miglioramento dell'efficienza interna aziendale porterebbe ad una progressiva capitalizzazione con un Patrimonio netto che potrebbe aumentare di circa 1.300.000 euro nei 4 esercizi esaminati.

L'esborso dell'acquirente (€ 6.800.000) è stato considerato quale apporto iniziale per acquisire l'azienda (come se ad esempio l'acquisto fosse fatto da una *newco* costituita ad hoc).

A servizio del ciclo finanziario è stato ipotizzato, nel primo esercizio, il ricorso a capitale di debito per € 2.300.000, senza garanzie, ad un tasso d'interesse dell'8%.

Non si è ipotizzato di realizzare investimenti sino al 2024 (sarebbe di poca rilevanza – ai fini dei flussi finanziari) anno nel quale vi è una previsione di acquisto e rinnovamento attrezzature per € 1.422.000 ed adeguati i relativi ammortamenti.

FLUSSI FINANZIARI

Nelle assunzioni prese a base dello sviluppo delle presenti proiezioni si è ipotizzato di tenere inalterata la media dei giorni di incasso da clienti in circa 90 giorni mentre si è assunto di proiettare una progressiva riduzione dei termini di pagamenti a fornitori anche al fine di poter "spuntare" un miglior prezzo sulle materie prime (media giorni di pagamento che passa da circa 150 giorni a circa 105 giorni);

Flussi finanziari totali	2021	2022	2023	2024
<i>+/- Variazioni di capitale circolante:</i>				
. Variazione liquidità	904.102	40.993	1.492.462	211.671
. Variazione crediti commerciali	14.159.120	597.862	804.214	681.381
. Variazione rimanenze	48.645	49.988	104.304	101.208
. Variazione altre attività B/T	2.200.000	105.000	45.000	57.000
. Variazione debiti commerciali	11.005.871	-681.224	-324.906	-857.348
. Variazione fondo TFR	0	0	0	0
. Variazione fondi oneri e spese future	0	0	0	0
. Variazione altri debiti di funzionamento	4.324.914	-668.654	69.129	32.537
- Pagamento imposte anno precedente	0	0	0	0
- Pagamento imposte anno corrente	86.998	102.402	187.275	264.296
Saldo finanziario della gestione corrente	2.068.080	2.246.123	2.889.032	2.140.367
<i>+/- Variazioni di capitale fisso:</i>				
+/- Investimenti/disinvestimenti in immobilizzazioni	8.624.112	0	0	1.422.000
+/- Investimenti/disinvestimenti in immobili. finanziarie	1.350.206	0	0	0
Variazione del fabbisogno finanziario	12.042.398	2.246.123	2.889.032	3.562.367

<i>+/- Variazioni debiti di finanziamento:</i>				
. Debiti di finanziamento B/T	2.300.000	-700.000	-350.000	-250.000
. Debiti di finanziamento ML/T	0	0	0	0
+/- Variazione altri debiti ML/T	0	0	0	0
<i>+/- Variazione capitale netto:</i>				
+ Aumenti di capitale e conf. c.to capitale	6.800.000	0	0	0
+/- Variazione altre riserve	0	0	0	0
- Distribuzione utili esercizio precedente	0	0	0	0
Saldo finanziario della gestione complessiva	2.942.398	2.946.123	3.239.032	3.812.367
Cash flow lordo	2.942.398	2.946.123	3.239.032	3.812.367

FLUSSI DI LIQUIDITA'

Nella tabella che segue vengono evidenziati i flussi di liquidità pura:

Flussi di liquidità	2021	2022	2023	2024
+ Flusso di cassa del ciclo delle vendite	38.841.721	53.902.903	55.696.184	57.319.103
- Flusso di cassa del ciclo degli acquisti	6.749.411	18.681.737	18.842.911	19.359.502
- Altri flussi di cassa operativi netti	30.134.892	34.221.771	34.709.536	35.732.884
- Oneri finanziari netti	92.000	156.000	114.000	78.750
Flusso di cassa generato dalla gestione reddituale	1.865.418	843.395	2.029.737	2.147.967
<i>- Impieghi operativi di cassa:</i>				
- Pagamento TFR e quiescenza	0	0	0	0
- Pagamento imposte anno precedente	0	0	0	0
- Pagamento imposte anno corrente	86.998	102.402	187.275	264.296
Flusso di cassa generato dalla gestione corrente	1.778.420	740.993	1.842.462	1.883.671
<i>+/- Variazioni di capitale fisso:</i>				
+/- Investimenti/disinvestimenti in immobilizzazioni	8.624.112	0	0	1.422.000
+/- Investimenti/disinvestimenti in immobil. finanziarie	1.350.206	0	0	0
Variazione del fabbisogno di cassa	-8.195.898	740.993	1.842.462	461.671
<i>+/- Variazioni debiti di finanziamento:</i>				
. Debiti di finanziamento B/T	2.300.000	-700.000	-350.000	-250.000
. Debiti di finanziamento ML/T	0	0	0	0
<i>+/- Variazione capitale netto:</i>				
+ Aumenti di capitale e conf. c.to capitale	6.800.000	0	0	0
+/- Variazione altre riserve	0	0	0	0
- Distribuzione utili esercizio precedente	0	0	0	0
Flusso di liquidità della gestione complessiva	904.102	40.993	1.492.462	211.671
Variazione liquidità	904.102	40.993	1.492.462	211.671

Orla... Luigi Guatri

14. CRITERI DI VALUTAZIONE

14.1. Prezzi, valori, valutazioni

I prezzi sono dei dati espressi dai mercati. I valori sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi, dell'apprezzamento dei rischi e, quindi dei tassi, e talora di quantità stock legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni, frutto di un processo complesso⁷.

⁷ Luigi Guatri – Mauro Bini “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende” EGEA 2009



Luigi Guatri

Prezzi e valori coesistono - fatto che non sempre avviene poiché molte società non segnano regolarmente prezzi significativi per i loro capitali impiegati anzi, talvolta questi valori possono non coincidere affatto; infatti, il prezzo è interessato da diverse variabili, soprattutto esterne ma anche interne all'impresa, che operano a valle rispetto al giudizio di valore (efficacia dei mercati finanziari, processi di concentrazione nel settore, capacità di comunicazione, credibilità strategica e reddituale, etc.).

I sottoscritti periti ad evasione del proprio incarico si occuperanno esclusivamente di valore e di valutazioni mantenendosi nel solco dei criteri e dei metodi condivisi dalla miglior dottrina italiana⁸⁹.

14.2. Descrizione dei criteri di valutazione

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la scienza economica ha elaborato diversi metodi di valutazione, di cui i principali e più accreditati vengono esposti sinteticamente al fine di una migliore comprensione dei calcoli e ragionamenti che seguiranno.

A tal riguardo, preliminarmente, occorre distinguere tra valutazioni assolute, basate su modelli e formule, e valutazioni relative, basate sui moltiplicatori¹⁰.

Tra le valutazioni assolute si esaminano, in particolare, i seguenti criteri:

- 1) metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali);
- 2) metodi patrimoniali;
- 3) metodi misti patrimoniali/reddituali;
- 4) altri metodi

a) METODI FONDATI SUI FLUSSI



Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione all'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare. Il valore dell'azienda viene cioè concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi di dividendi (metodo dei flussi finanziari) ovvero dei flussi di reddito medio atteso (metodo dei flussi reddituali) che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.

Si tratta di criteri di valutazione astrattamente da preferirsi rispetto ad altri, in quanto teoricamente più rispondenti all'obiettivo di pervenire ad una corretta stima del capitale economico di un'azienda, e ciò soprattutto per valutazioni riguardanti complessi aziendali di medie/grandi dimensioni, dotati di sistemi di contabilità dei costi e di budgeting consolidati e ampiamente testati, sistemi tali cioè da generare informazioni e previsioni sui flussi nel loro complesso attendibili, almeno nel breve/medio periodo.

⁸ *Ibid*

⁹ Luigi Guatri – Victor Uckmar “Linee guida per le valutazioni economiche” EGEEA 2009

¹⁰ Luigi Guatri – Mauro Bini “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende” EGEEA 2009

I procedimenti fondati sui flussi sono, da un punto di vista teorico, quelli ritenuti sicuramente più razionali ed universali.

Quanto alla razionalità degli stessi è facilmente intuibile dalle formule teoriche in cui si concretizzano, che possono essere rappresentate secondo i seguenti modi:

1 - nell'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):

$$W_0 = \sum d_s v^s + P_n \cdot v^n$$

in cui:

W_0 valore del capitale economico al tempo zero;

d_s è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno s ;

P_n è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'azienda al tempo n ;

v^s, v^n sono i coefficienti di attualizzazione in base ad un tasso i .

Questa formulazione include pertanto nella valutazione (W) tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento t_0 ed il momento tn in cui l'azienda sarà rivenduta. Trattasi cioè del valore di qualsivoglia investimento secondo la teoria finanziaria.

2 - nell'ottica dell'impresa (ottica "interna"):

$$W_0 = \sum F_s v^s$$

in cui:

F_s è il flusso atteso per l'anno s .



Intendendo il "flusso atteso" in senso economico (reddito) ovvero finanziario (flusso di cassa).

Le due formulazioni, peraltro, pur essendo come detto teoricamente indubbiamente le più razionali, sono puramente astratte, e mal si adattano ad applicazioni concrete, in quanto si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili nel lungo termine. Esse vengono pertanto, di volta in volta, sostituite con formule più approssimative ma praticabili.

Quanto infine alla universalità d'uso, essi trovano ampia diffusione in tutti i Paesi e presso tutte le categorie di esperti interessati (con preferenza dei metodi fondati sui flussi, ed in particolare quelli finanziari, per le *merchant bank*; prevalenza dei metodi basati sui flussi reddituali per il mondo professionale e le società di revisione, e un approccio molto più articolato per la cultura accademica, orientata ai flussi finanziari per il mondo anglo-sassone, ed ai flussi reddituali per la cultura germanica. In Italia, l'orientamento dominante è per i metodi reddituali, con un peso non trascurabile, però, per il metodo misto patrimoniale-reddituale, anche se la componente patrimoniale tende sempre più a ridimensionare la sua incidenza)

One waterway in the world

Spese *Manzoli*

IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale della rendita perpetua:

$$W = R / i$$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico.

Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante, debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, con conseguente redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato, qualificandosi anche come costo del capitale proprio (cost of equity/c.o.e.).

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.



La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale¹¹ proprio.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, le quali non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore correnti dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione

di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

R_n reddito atteso all'anno n .

IL METODO FINANZIARIO

Come già anticipato in precedenza, il metodo finanziario ritiene di valutare il capitale economico dell'azienda come valore attuale dei flussi di cassa attesi (CF) anno per anno, per un certo lasso temporale (n) entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica del flusso di cassa, maggiorato del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine dello stesso periodo, al netto dei debiti finanziari.

Le formule su cui si basa il metodo finanziario, nella versione oggi maggiormente utilizzata (l'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis o UDCF), sono le seguenti:

$$W = I - Da$$

$$\text{dove } I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + Vf \cdot v^n$$

con:

W valore del capitale economico;

I valore dell'investimento netto;

Da valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale)

CF_i flussi di cassa attesi anno per anno

n durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa,

¹¹ In relazione alla determinazione dei tassi si rinvia a quanto indicato ai capitoli da 7 a 12 dell'opera citata in nota 5.



Ondreaofella Luigi Chini. Tend. 10

Giuseppina De Barris

v coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato sull' i -esimo anno del capitale,

V_f valore finale, cioè dell'anno n , dell'investimento (*Terminal Value*).

Gli elementi che hanno, come detto soprattutto nel mondo anglosassone, portato ad abbracciare frequentemente il metodo valutativo UDCF sono sinteticamente i seguenti:

- a) il vero obiettivo cui tendono le imprese è la massimizzazione del flusso di cassa positivo, e pertanto il criterio finanziario risulterebbe al riguardo lo strumento di valutazione più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine;
- b) i risultati contabili sono soggetti alle politiche di bilancio, e perciò sono almeno in parte discrezionali: i flussi di cassa sono invece più obiettivi;
- c) quando i flussi di cassa divergono dai flussi reddituali, si è statisticamente riscontrato che le variazioni dei prezzi delle azioni (che rappresentano la valutazione del capitale economico percepita dal mercato finanziario) sono associate ai flussi di cassa.

Non si tace comunque che, a fronte delle critiche al metodo reddituale, si pongono vari argomenti atti a dimostrare invece la superiorità concettuale e soprattutto operativa dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Tali argomenti possono essere espressi nei seguenti tre punti:

- a) i metodi reddituali sono in grado di condurre, a certe condizioni, a valutazioni di capitale economico, essendo più facilmente "dimostrabili", e quindi comunicabili e condivisibili da parte di chi ne deve subire gli effetti;
- b) il flusso reddituale è il "vero" risultato nel breve-medio periodo, tanto che, ad esempio, un flusso di cassa positivo può benissimo accompagnarsi ad una perdita in senso economico-contabile;
- c) il metodo reddituale ha indubbiamente ed empiricamente un più alto grado di prevedibilità.

b) METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si fondano sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

Al riguardo si distinguono in particolare due diverse metodologie valutative:

- a) il metodo patrimoniale semplice, che prevede la pura ri-espressione a valori correnti degli elementi attivi (beni materiali, crediti, liquidità e, se indicati per cifre modeste e trascurabili, poste contabili non aventi natura materiale quali spese di impianto e costituzione, disaggi di emissione di prestiti obbligazionari ecc.).

Nella pratica i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di diffusa applicazione in tutte le categorie di aziende, costituendo, nonostante i loro forti limiti, quantomeno una base rilevante ed insostituibile di informazione ed un utile termine di paragone con risultati ottenuti mediante l'applicazione di altri criteri.

La formulazione più nota al riguardo è



$$W = K$$

Dove:

W è il valore economico dell'azienda oggetto di stima

K è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti

b) il metodo patrimoniale complesso, che comprende nella valorizzazione uno o più beni immateriali.

Le stime patrimoniali complesse, pur nelle critiche rivolte spesso ai metodi patrimoniali in genere per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono, assumono comunque un notevole rilievo e grado di attendibilità nei casi in cui i criteri di stima degli "Intangibles" (elementi immateriali complessivamente considerati) raggiungono a loro volta un sufficiente grado di attendibilità.

Il concetto indicato è espresso nella seguente formula:

$$W = K + I (1-t)$$

Dove, già indicata la definizione di "W" e "K":

I = valore attribuito ai valori immateriali (o, se vi sono già iscrizioni in bilancio per tali beni, plusvalenze rilevate su di essi);

t rappresenta l'incidenza degli oneri fiscali potenziali (espressi in misura unitaria).

I metodi patrimoniali da oltre un decennio non vengono più annoverati tra i modelli valutativi, in quanto trascurano completamente essenziali leve di valore quali i flussi attesi e la valutazione dei rischi, ma rimangono importanti strumenti per condurre l'analisi dei fondamentali delle società oggetto di valutazione¹². Solamente nel caso delle società immobiliari di gestione e delle holding pure le formule dei modelli patrimoniali mantengono appieno la loro validità quali metodi di valutazione.

c) METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

Trattasi di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Elemento essenziale dei detti metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa (classicamente definita "metodo misto con stima autonoma del *Goodwill*"), mette in evidenza il valore di "avviamento" (o "*goodwill*"), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale (R) e quello della stima patrimoniale (K).



One best card Luis Antonio Tendo

¹² Si veda Capitolo 5 del libro di nota 5

Giuseppina A



La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

$$W = K + a n \cdot i' \cdot (R - i'' K)$$

dove:

K capitale netto rettificato (= risultato della stima patrimoniale, semplice o complessa che sia)

R reddito medio normale atteso per il futuro;

n numero definito e limitato di anni;

i' tasso di attualizzazione del sovrareddito;

i'' tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato;

a fattore di attualizzazione.

L'altra formula utilizzata è quella che prevede la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio, nell'ipotesi che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo

$$W = K + (R - i'' K) / i'$$

Questa formula risulta conforme a quella che l'esperienza professionale americana definisce *Excess Earning Method*.

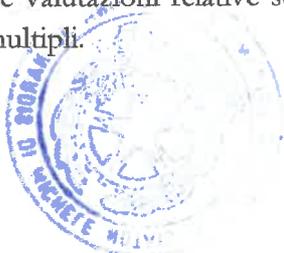
Nelle aziende in perdita il "goodwill" diviene negativo, ed assume la denominazione di "avviamento negativo" o "badwill".

Il metodo in esame è, nell'esperienza professionale italiana, quello reputato tra i più razionali, e conseguentemente risulta essere tra i più diffusi ed utilizzati nelle stime.

d) ALTRI METODI

La pratica professionale, soprattutto con riferimento alle società quotate o quotando nei mercati regolamentati, ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi particolarmente innovativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali: l'EVA (Economic Value Added), che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il REI (Risultato Economico Integrato), che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario, per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

Le valutazioni relative sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli.



Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende simili a quella oggetto di stima (es: P/E = Price Earning, cioè l'utile per azione; P/CF = rapporto prezzo/Cash Flow; P/BV = Price/Book Value, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.).

I metodi dei moltiplicatori - meglio noti nel mondo anglosassone come *Comparables* - vengono con sempre maggior frequenza utilizzati dagli analisti finanziari e dalle *Merchant Bank* per la valutazione delle aziende. Ancorché si tratti di metodi di stima non analitici, profondamente diversi per impostazione e finalità da quelli di stima del capitale economico inteso nel senso tradizionale della cultura accademica italiana, e nonostante il fatto che tali metodi non rispettino nessuno dei requisiti richiesti dalla miglior cultura accademica italiana in tema di valutazioni di aziende, questi metodi si sono largamente affermati nella pratica professionale di tutti gli operatori mondiali che effettuano valutazioni d'azienda e i risultati da loro forniti sono considerati altamente attendibili.

I *Comparables*, definiti concettualmente come "prezzi probabili", non sono altro che prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Sotto questa voce sono raggruppati una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori-flusso e dei valori-stock. Questi metodi non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il "valore" direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: essi esprimono i prezzi probabili, negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono l'approccio delle società comparabili e l'approccio delle transazioni comparabili (nell'insieme talvolta indicati come "metodo dei moltiplicatori").

L'idea che ispira l'approccio delle società comparabili è semplice. Si stima il prezzo più probabile per un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee. Nel senso che abbiano caratteristiche simili e riflettano aspettative da parte degli operatori di rendimenti analoghi a quelli attesi per l'azienda da valutare, a parità di rischio. Nel caso in cui le attese, i profili di rischio, etc. non coincidano, si devono ritoccare i rapporti espressi dal mercato, così da tenere conto di tali diversità.

L'approccio delle transazioni comparabili, detto anche "di confronto diretto coi prezzi di società comparabili" (Direct Market Data Method), si è nel tempo andato affermando parallelamente al crescere delle informazioni disponibili su transazioni intervenute, grazie alla disponibilità di idonee banche dati. Il fondamento sono appunto le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende simili, cioè comparabili. In una prima formulazione la comparazione non avviene attraverso indici o rapporti, ma direttamente avendo riguardo ai prezzi. Tuttavia, accade raramente che, al fine di valutare la società A, si possano assumere i prezzi pagati per le società B, C, D, ..., questo sarebbe possibile se le società fossero non solo comparabili, ma identiche. Da ciò l'esigenza di un minimo di strumentazione concettuale per passare dai prezzi di B, C, D, ... al valore attribuibile ad A. Il che avviene, anche in questo caso, passando attraverso l'uso dei moltiplicatori.

Spesato il N



M. Deo R. de L. - L. Anon. T. de L.

Per ambedue gli approcci, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo: le tipiche performance considerate nell'esperienza internazionale sono l'utile netto (E), l'utile prima di interessi passivi e imposte (EBIT), l'utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (EBITDA) e similmente da noi il MOL. Più rari i moltiplicatori che presentano al denominatore grandezze che non esprimono performance: un esempio significativo è il “*Book Value*” (BV).

Lo strumento concettuale dei prezzi probabili (ovvero la tecnica dei *Comparables*, secondo l'espressione anglo-sassone) oltre che rispondere ad alcuni scopi peculiari, legati ad esempio alla previsione degli andamenti sul breve e medio termine delle quotazioni di specifici titoli, è andato senza dubbio nel tempo assumendo crescente importanza anche per la valutazione delle aziende in generale e non più solamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o su altri criteri.

Infatti, nella prassi degli analisti finanziari e delle *Merchant ed Investment Bank* è ormai sistematico il ricorso ai metodi di comparazione per verificare i risultati delle stime analitiche condotte con i metodi finanziari (Discounted Cash Flow in particolare), al punto tale che frequentemente nasce il sospetto che le stime finali di valore siano decise più dai prezzi probabili che dai metodi finanziari.

Secondo Kaplan e Ruback¹³ sebbene il metodo finanziario analitico del “Discounted Cash Flow” (DCF) esprima risultati attendibili almeno tanto quanto gli approcci basati sulle comparazioni, essi ritengono che le stime basate sulle comparazioni aggiungano forza di spiegazione alle stime basate sul DCF e conseguentemente raccomandano il loro utilizzo al fine di migliorare le stime finali.

A prescindere dalla loro diffusione nella pratica, tuttavia, l'uso dei multipli dovrebbe essere inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che¹⁴:

- Sia individuabile un nesso causale tra quantità aziendale e prezzo;
- Tale nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione;
- Il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- Siano identificabili gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli tra imprese comparabili.

15. LA STIMA DEL VALORE DEL COMPENDIO – SCELTA DEL METODO

15.1. Metodo principale

Con riguardo alla particolare condizione di crisi economica della società in capo all'attuale imprenditore ma avuto riguardo alle potenzialità insite nell'azienda; considerata quindi la metodologia della cessione in ambito concordatario “senza crediti e debiti”, **gli scriventi hanno optato per il metodo misto**

¹³ Kaplan S.N. e Ruback R.S. “The market pricing of cash flow forecast: Discounted cash flow vs. The method of comparables” Journal of applied corporate finance 1996

¹⁴ Capitoli da 16 a 19 opera citata a nota 5

patrimoniale-reddituale con un differente approccio principalmente volto alla verifica della potenzialità reddituale prospettica in capo all'acquirente, per poter verificare se l'azienda in esame possa esprimere un potenziale avviamento (pur considerando il "lungo" effetto negativo dell'impatto del Coronavirus) nell'orizzonte temporale considerato e che di fatto "minerà" l'esercizio 2020 con sicuri strascichi sugli anni successivi.

Si è proceduto quindi alla stima del patrimonio aziendale oggetto di cessione verificando se vi fossero plusvalori/minusvalori latenti per giungere alla determinazione del Patrimonio netto rettificato.

Successivamente, ai fini della determinazione del valore potenziale/avviamento della società, i sottoscritti periti hanno utilizzato la formula del valore attuale della rendita perpetua:

$$W = R / i$$

Dove:

R è il reddito medio prospettico;

i è il cost of equity(c.o.e).



Come già anticipato, la scelta di una formula con durata indeterminata è coerente con la natura intrinseca di ogni azienda, in generale, e di quella oggetto di valutazione in particolare, il cui mercato di riferimento *captive* è assicurato dalla natura stessa della società che, in passato e in presenza di un equilibrio strutturale/funzionale ha dimostrato la capacità di creare redditi costanti nel tempo.

I periti hanno infatti maturato il convincimento che i risultati conseguiti nel passato di Serist (già Serist Servizi di Ristorazione) siano replicabili anche nel futuro, in capo ad un potenziale acquirente che goda di analoga struttura, solidità, e capacità funzionale, se non addirittura migliorabili.

Come ad esempio, una eventuale necessaria riduzione dei prezzi di vendita praticati nel futuro dalla Società per effetto di gare pubbliche di prossima pubblicazione; riduzione che potrebbe essere compensata da una analoga riduzione di costi generali e dalle sinergie che potrebbero essere realizzate con l'acquisto da parte di un operatore del settore adeguatamente strutturato per affrontare tale scenario.

In questo modo una eventuale riduzione del fatturato non si tradurrebbe necessariamente in una riduzione del reddito.

La metodologia prescelta di valutazione si fonda poi sulla:

- stima di valore i base al reddito attualizzato sulla base del CAPM (*Capital asset pricing model*) dove è necessaria dapprima la stima patrimoniale;
- metodo patrimoniale con inclusione dell'avviamento che esprime il valore complessivo di tutte le attività o risorse di cui il compendio dispone ma non rappresentate in bilancio.

Tale approccio permette poi di pervenire anche a valutazioni medie tra i valori così determinati.

Orlando Pala - Serist - Palermo

Il primo passaggio, quindi, consiste nella stima del valore di mercato di tutte le attività e passività di bilancio per arrivare a determinare il Patrimonio netto rettificato (e di cessione) per il quale gli scriventi hanno provveduto altresì a considerare le perizie redatte in tal senso¹⁵.

La tabella nella sezione successiva (PASSIVO PATRIMONIALE DEL COMPENDIO AZIENDALE) riassume il lavoro svolto. La prima colonna di numeri della tabella riporta i valori di bilancio al 29 febbraio 2020 per tutte le voci inerenti all'azienda. Tuttavia il contratto di affitto/cessione successiva, dovrebbe prevedere che solamente alcune poste "passeranno" all'acquirente, definendo quindi un compendio differente. I valori riportati nella seconda colonna sono da intendersi come rettifiche per esclusione dal compendio. La terza colonna riporta invece le rettifiche per inclusione nel compendio, la quarta colonna il valore contabile del compendio, la quinta colonna rappresenta le rettifiche per riallineamento a valori correnti ed infine la sesta colonna rappresenta la somma di tutti i valori di bilancio del compendio pari ad € 5.700.000. Riportiamo di seguito le assunzioni e le analisi svolte per le voci in questione:

ATTIVO PATRIMONIALE DI CESSIONE

- **Immobilizzazioni immateriali**, il bilancio al 31 dicembre 2019 (provvisorio) della Società riporta un valore delle immobilizzazioni immateriali pari a € 8.152.435 e la situazione al 29 febbraio 2020 il valore di € 7.875.018, incluso il valore d'avviamento pari ad € 5.785.800. Poiché tale ultimo valore non è parso congruo attesi i risultati storici, a prescindere dall'astratto valore del compendio aziendale e vista la natura del settore di appartenenza della Società, non si è ritenuto di attribuire (*rectius* "rettificare" anche successivi problemi di "circolarità" per l'acquirente) allo stesso alcun valore atteso che lo stesso sarà quello che il soggetto acquirente sarà disposto a pagare/pagherà per l'acquisto dell'azienda in questione e dagli scriventi valutato in calce. Si ritiene di poter valutare le altre immobilizzazioni immateriali ai valori netti che seguono:

AVVIAMENTO	5.785.800
LICENZE SOFTWARE	61.127
INVESTIMENTI PRESSO CLIENTI	1.968.080
MIGLIORIE BENI DI TERZI	60.012
Valore netto contabile	7.875.018

- **Immobilizzazioni materiali**: sono stati inclusi nel compendio, gli immobili (di Agrate e Quartu Sant'Elena) gli impianti, i macchinari, le attrezzature e gli altri beni che saranno oggetto di trasferimento. Il valore di mercato di tali beni è stato assunto pari al valore contabile (si è considerato lo stesso valore quale sostanzialmente in linea a quello "lordo" di perizia e cioè € 3.768.000 nella considerazione che i valori ridotti (25%) ivi esposti si debbano intendere per singole dismissioni in eventuale sede fallimentare). Non si è provveduto a valutare beni in leasing con il metodo finanziario poiché tali contratti potrebbero essere terminati anticipatamente a seconda delle strategie e delle economie dell'Acquirente.

IMMOBILI

3.834.660

¹⁵ Ing. Vincenzo De Sena – Stima immobiliare – 24/02/2020 e Stima beni mobili 09/03/2020.

IMPIANTI FISSI	22.589
ATTREZZ. E IMPIANTI SPECIFICI	917.193
ATTREZZATURE E IMPIANTI GENERICI	9.212
ATTEZZATURA VARIA MENSE	49.008
AUTOM. E MEZZI TRASP. INTERNO	88.301
AUTOVETTURE	0
MOBILI D'UFFICIO	21.666
MACCHINE EL. ELETTROMECCANICHE	52.287
MOBILI E ARREDI MENSE	115.534
TELEFONI CELLULARI	8.662
Valore netto contabile	5.119.111



- **Immobilizzazioni finanziarie:** sono date dalle Partecipazioni e crediti sotto elencate:

PARTECIPAZ SPV VIMERCATE SALUTE	5.500
PARTECIPAZ TORINO SANITA	749.456
PARTECIPAZ COPSA COOP.PROV.SARDA	875
FINANZIAMENTI VIMERCATE SALUTE	4.437
FINANZIAMENTI TORINO SANITA	589.938
Valore netto contabile	1.350.206

- **Rimanenze:** le stesse sono state valorizzate in base al valore contabile pieno che, in base ai tabulati di contabilità di magazzino e sentito il management delle aziende risulterebbe essere comunque pari ad € 795.310.

PASSIVO PATRIMONIALE E NETTO DI CESSIONE

Come precisato dal management e dall'Advisor finanziario gli accordi di affitto e successiva cessione non prevederanno debiti e/o passività ad eccezione del Fondo di trattamento di fine rapporto e dei debiti per oneri differiti del personale dipendente. Le altre passività non sono state considerate, poiché non saranno oggetto di cessione nel perimetro concordatario.

Il Fondo TFR alla data del 29/02/2020 risulta essere pari ad € 853.901. (per la quota accantonata in azienda. L'importo accantonato al Fondo come da bilancio al 31.12.2019 risulta essere pari ad € 870.213. al netto delle somme versate a Fondi di previdenza complementare e/o INPS.

I debiti per Oneri differiti, rappresentati da ratei di ferie, permessi (ROL), tredicesima, quattordicesima, e relativi Oneri contributivi, che verranno trasferiti all'acquirente ed ammontanti ad oggi ad € 2.590.691.

Spesato De Neri



Quello della L. Antonio

Con l'avvertenza che detti valori dovranno essere adeguati al momento dell'effettiva stipula del contratto d'affitto d'azienda che gli scriventi ritengono di difficile perfezionamento prima del prossimo mese di giugno in considerazione delle restrizioni sanitarie e dei tempi tecnici necessaria alla trattativa e formulazione degli accordi contrattuali.

Pertanto il valore del compendio è il seguente:

COMPENDIO AZIENDALE

	EURO/migliaia	29/02/2020	SITUAZIONE PATRIMONIALE RETTIFICATA				
Bilancio civilistico			Rettifica per esclusione dal compendio	Rettifica per inclusione dal compendio	Compendio oggetto d'affitto/cessione	Rettifica per riallineamento a valori correnti	Valore corrente
Disponibilità liquide		1.786	1.786		00		00
+ Crediti verso clienti		15.881	15.881		00		00
+ Crediti verso società del gruppo					00		00
+ Crediti tributari		2.582	2.582		00		00
+ Crediti verso altri		316	316		00		00
+ Rimanenze		795			795		795
+ Ratei e risconti attivi		382	382		00		00
- Debiti di fornitura		-18.287	-18.287		00		00
- Acconti clienti					00		00
- Debiti verso controllanti		-3.715	-3.715		00		00
- Debiti tributari		-427	-427		00		00
- Debiti verso enti previdenziali		-3.145	-3.145		00		00
- Altri debiti		-14.903	-14.903	-2.801	-2.801		-2.801
- Ratei e risconti passivi		-223	-223		00		00
= <i>Capitale circolante netto operativo</i>		-18.958	-19.754		-2.005		-2.005
- Fondo Tfr		-854			-854		-854
- Altri fondi					00		00
+ Immobilizzazioni immateriali nette		7.831	5.741		2.090		2.090
+ Immobilizzazioni materiali nette		5.166	47		5.119		5.119
+ Immobilizzazioni finanziarie		1.350			1.350		1.350
= <i>Capitale immobilizzato netto</i>		-5.465			5.700		5.700
= Capitale investito netto		-5.465			5.700		5.700

Il valore economico del capitale investito netto risulta pertanto essere pari ad € 5.699.254. Questo parametro verrà assunto anche come fattore da determinare per la stima del CAPM.

16. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA

Per quanto concerne il criterio scelto *misto Patrimoniale-Reddituale* ai fini della stima dell'avviamento si sono utilizzati i dati previsionali presentati in precedenza.

L'orizzonte di valutazione per la stima dell'avviamento è stato assunto per un periodo pari a **5 anni**.

Per stimare il tasso di rendimento atteso è stato utilizzato, come detto, il CAPM, che definisce il tasso richiesto come la somma di due componenti: il tasso privo di rischio ed il premio al rischio, pari al prodotto del premio al rischio del mercato azionario moltiplicato per un coefficiente beta, che esprime la volatilità dei rendimenti dell'azienda il cui rendimento atteso vuole essere stimato rispetto all'indice di mercato.

Nel caso in esame, i parametri utilizzati sono stati i seguenti (cfr. Banca dati Aswath Damodaran)¹⁶ – beta Europe – Ristorazione – Società quotate Autogrill; Marr; Sirio Spa):

- il tasso privo di rischio è stato stimato utilizzando la curva dei rendimenti dei titoli di stato BTP a 10 anni oggi pari al 1,26%;
- il premio al rischio di mercato è stato fissato al 3,98;
- il coefficiente *beta* è pari a 0,80 (media banca dati *levered/unlevered* Aswath Damodaran cit.).

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al 4,01% (1,26 x 3,98 x 0,80).

VALUTAZIONE VALORE del CAPITALE ECONOMICO (W)	
0-Patrimonio netto di cessione	4.000.000
Riserve e Risultato ultimo esercizio	0
Rettifiche e Rivalutazioni	
1-Capitale Netto Contabile	4.000.000
2-Maggior/Minor Valore Fabbricati ¹⁷	1.700.000
3-Maggior/Minor Valore Beni Materiali	0
4-Rettifiche (+/-) Varie:	0
5-Maggior/Minor Valore Partecipazioni	0
6-Totale Plusv/Minusv (2+3+4+5)	1.700.000
7-% Tassazione Latente su Plusvalenze	27,90%
8-% Tassazione Latente su Riserve ¹⁸	26,00%

¹⁶ Aswath Damodaran Online - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Beta Europe - Italy

¹⁷ Solo su immobili

¹⁸ non applicabile

Giuseppe De N...



Quotazione del 4,01%

9-Fondo Imposte sulle plusvalenze latenti $[-7*(6-5)]+[-8*(1-0)]$	-474.300
10-CN RETTIFICATO (K) (1+6+9)	5.225.700

Reddito p.i. (EBT-GSA)	534.000
Rettifiche Varie:	0
Ammortamenti > (3% Fabbr. + 15,5% Beni Mat.li)	-51.000
Reddito Medio Normalizzato p.i.	483.000
% Tax	27,90%
Imposte (Se RNpi>0)	-134.757
REDDITO MEDIO ATTESO (R)	348.243

TASSO DI REMUNERAZIONE di K (i)	1,26%
MAGGIORAZIONE (i) per Rischio d'impresa (per i')	3,98
Coefficiente Beta	0,80
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (i')	4,01%
DURATA SOPRAREDDITO (ANNI=N+)	5,0
DURATA PERDITA (ANNI=N-)	0,0
DURATA (n) (RN<0=N-) (RN>0=N+)	5,0
AVVIAMENTO (A)	1.256.773
W = VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO (K+A)	6.482.473
Così composto:	
Capitale Netto Contabile	4.000.000
Maggiori Valori Patrimoniali	1.225.700
Avviamento	1.256.773
W = VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	6.482.473

La tabella che precede esprime il valore del compendio aziendale da trasferirsi pari ad € 5.700.000 (vedi tabella "Compendio aziendale"):

- senza debiti e crediti (come da Tabella "Compendio aziendale" con valori di trasferimento);
- con la rilevazione di valori (€ 1.700.000) soggetti a tassazione dati dalle Rivalutazioni effettuate in precedenti fusioni) che dovrebbero scontare una tassazione come redditi di capitale al 27,9%; (€ 474.000 circa);
- l'attualizzazione del reddito medio prospettico ante imposte poi assoggettato a tassazione (€ 534.000 e netto per € 348.243);
- il già detto tasso di attualizzazione per la durata di 5 anni che viene considerato quale periodo coerente con la redditività prospettica osservata e la durata media dei contratti di appalto stipulati dall'impresa e ultimo ma non ultimo il fattore d'incertezza che si è determinato con il fenomeno del Coronavirus, i cui impatti economici sono ancora da determinare

È necessario rilevare che la valutazione fatta con CAPM è qui operata, anche per ragioni prudenziali, alla stregua di verificare se le performances aziendali venissero valutate, in termini prospettici e con un nuovo imprenditore, con criteri di funzionamento/continuità aziendale e non con criteri di liquidazione come

sarebbe più realistico rappresentare nel caso esaminato. Risulta evidente che in assenza di un compratore la società concordataria probabilmente sarebbe soggetta ad un probabile fallimento, in assenza di interventi esterni con una ben diversa ottica di realizzo dei beni aziendali.

17. METODO DI CONTROLLO

Come già esposto nel capitolo “Criteri di valutazione”, i metodi basati sui flussi, dei quali fa parte il metodo reddituale utilizzato per la valutazione della società, negli anni ‘80 e ‘90 erano guardati con diffidenza e sfavore dalla dottrina italiana e mittel europea, in particolare, quando esprimevano valutazioni basate su flussi osservati in un lungo arco temporale. Nel corso degli ultimi decenni, tuttavia, l'affermazione di tali metodi anche nella prassi professionale dei Paesi dell'Europa continentale, ha determinato una profonda evoluzione della cultura e della dottrina economica e aziendalistica sia italiana che europea, al punto che questi metodi sono ora ritenuti altamente razionali e idonei ad esprimere valutazioni compiute, facendo venir meno i pregiudizi del passato.

L'evoluzione dottrinale in questi ultimi decenni è stata tale per cui i metodi patrimoniali, ai quali è da sempre riconosciuto il massimo grado di dimostrabilità, non sono più considerati quali metodi di valutazione, se non in casi del tutto marginali ed eccezionali (es. società immobiliari o holding di partecipazioni) mentre “i metodi fondati sui flussi sono i soli ad essere considerati razionali ed universali”¹⁹.

Al fine di individuare un metodo di controllo del valore stimato con il metodo reddituale, i sottoscritti, hanno ritenuto di applicare il metodo del Discounted Cash Flow nella versione *Unlevered* utilizzando le formule più avanti esposte sui risultati previsionali esposti in precedenza.

Come affermato da autorevole dottrina²⁰ pur essendo “di moda” il metodo DCF come altri metodi finanziari esprimono un *capitale potenziale*.

Il valore potenziale di un'impresa pertanto può essere anche notevolmente differente tra aziende simili, perché può essere legato ad esempio allo sviluppo del settore d'appartenenza, a diverse strategie di penetrazione e di sviluppo, alle attese di variazione dei margini lordi sulle vendite, alle ricerche in corso sui prodotti e sui processi produttivi. Inoltre essendo legato, come detto, ad attese di flussi di medio e lungo termine svincolati sostanzialmente da rapporti coi risultati del passato appare ovviamente di incerta determinazione ed è connesso ai diversi scenari che possono essere assunti per rappresentare le attese. I metodi finanziari nella versione quando si fondano sulla attualizzazione dei flussi che si prevedono nel lungo termine (ad esempio decennali) e sul valore finale dell'impresa al *n* anno esprimono senza dubbio valori potenziali del capitale. Con questa affermazione non si vuole negare significato a questa categoria di stime ma si vuole solo sottolineare che esse poco hanno a che fare col valore di capitale economico nel senso che al capitale economico viene attribuito. È opportuno infine aggiungere che nella valutazione dell'azienda in questione un altro limite è rappresentato da un orizzonte temporale breve (4 anni) mentre nelle stime basate su flussi l'orizzonte temporale medio tipico di queste valutazioni va tra i 7 e i 10 anni.

¹⁹ Luigi Guatri – Trattato sulla valutazione di aziende cap. 2.12 - EGEA

²⁰ Luigi Guatri – Trattato sulla valutazione di aziende - EGEA



Giuseppe D. N.

Olivero Focher - Luigi Guatri

Il metodo DCF identifica il capitale economico di un'azienda sommando algebricamente il valore attualizzato – anno per anno sino all'anno n dei flussi di cassa operativi (o free cash flow operativi) che vengono prodotti in un orizzonte temporale dato e del Terminal value o Valore terminale.

Si ricorda che la formula applicabile definita dalla dottrina prevalente è la seguente²¹:

$$W = I - Da$$

$$\text{dove } I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + Vf \cdot v^n$$

Tuttavia, dato che l'orizzonte temporale oggetto di osservazione risulta essere di breve durata (4 anni), il mercato di riferimento operativo dell'azienda saturo, maturo e prevedibile, gli scriventi hanno utilizzato la formula del DCF con l'approccio definito dalla Borsa Italiana e senza la definizione del "Valore terminale", in dottrina ritenuto maggiormente significativo per periodi di osservazione di durata di 7/10 anni.

La formula del DCF nella variante definita dalla Borsa Italiana²², è la seguente:

$$\text{Valore dell'azienda} = VA + PFN + \text{assets}$$

dove:

- $VA = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+WACC)^i}$ (Valore dei flussi di cassa attualizzati all' i -esimo anno);
- CF = flusso di cassa;
- r = tasso di sconto che riflette il profilo di rischio;
- n = durata dell'attività;
- Pfn = Liquidità+ Crediti finanziari – Debiti Finanziari (Posizione finanziaria netta);
- Assets = valore degli assets non inerenti alla gestione caratteristica.

La base dati utilizzata è quella riferita alle proiezioni dei flussi finanziari esposte nella Tabella "Flussi finanziari" opportunamente raccordata secondo quanto espresso dalla Borsa Italiana dove "Il principio fondamentale del processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa è quello della determinazione di tali flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione.

Le due opzioni possibili sono:

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi levered) attualizzati utilizzando il CAPM;

²¹ Luigi Guatri – Trattato sulla valutazione di aziende – EGEA cap. 4.36 pag.173. Dove W=valore del capitale economico; I=valore dell'investimento netto; Da = valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale); Cfi =flussi di cassa attesi anno per anno; n= durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa, v =coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato sull' i -esimo anno del capitale, Vf=valore finale, cioè dell'anno n , dell'investimento (Terminal Value).

²² <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

- flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi unlevered) attualizzati utilizzando il WACC;

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti si ottiene da:

$$\begin{aligned}
 & \text{Utile netto} \\
 & + \text{ammortamenti e accantonamenti} \\
 & +/- \text{variazione capitale fisso e circolante} \\
 & \quad +/- \text{variazione TFR} \\
 & +/- \text{versamenti/rimborsi di capitale} \\
 & +/- \text{accensione/estinzione finanziamenti} \\
 & \text{-----} \\
 & = \text{flusso di cassa disponibile per gli azionisti}
 \end{aligned}$$

Il flusso di cassa disponibili per gli azionisti e i finanziatori esterni (unlevered)

$$\begin{aligned}
 & \text{Risultato operativo (Ebit)} \\
 & - \text{imposte sul reddito operativo} \\
 & + \text{ammortamenti e accantonamenti} \\
 & +/- \text{variazione capitale fisso e circolante} \\
 & \text{-----} \\
 & = \text{flusso di cassa disponibile per gli azionisti e finanziatori}
 \end{aligned}$$

Gli scriventi hanno operato con il secondo schema più adatto a fornire i flussi disponibili per azionisti e creditori (unlevered).

Come tasso di attualizzazione – per la versione unlevered – è stato utilizzato il Costo Medio Ponderato del Capitale (CMPC) o meglio noto come WACC per ottenere il Valore dell'Azienda.

Il (Wacc) è la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia i debiti, capitale azionario ecc.

$$Wacc = Cd * (1 - t) * D / (E + D) + Ce * E / (E + D)$$

Wacc = costo medio ponderato del capitale

$Cd + (1 - t)$ = costo del capitale di debito al netto della fiscalità

Ce = costo dei mezzi propri (Capm)

D = debiti

E = equity (patrimonio netto)

Successivamente è stata sommata la Posizione finanziaria netta (non essendo presenti i cosiddetti *Surplus assets* cioè il valore degli assets non inerenti alla gestione caratteristica)

Dai dati rilevati si determina quanto segue:

Il costo medio del capitale proprio è stato assunto come segue:



Auditori: Luigi Carboni, Zeele
 Auditori: Silvio Falco

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio: BTP a 7 anni = 1,26%
- Premio per il rischio di mercato: pari allo 10,04% (Fonte: sito A.Damodaran - Damodaran on line).
- Coefficiente "Beta" β : è stato utilizzato il "Beta" medio di settore pari allo 0,71 medio (Fonte: sito A. Damodaran – Damodaran on line),

WACC **8,02%**

	2021	2022	2023	2024
EBIT	381.994	497.339	738.250	959.735
Ammortamenti	1.071.800	1.071.800	1.071.800	1.356.200
EBITDA	1.453.794	1.569.139	1.810.050	2.315.935
Imposte	86.998	102.402	187.275	264.296
Accantonamenti	265.004	272.504	282.502	290.002
parziale	1.631.800	1.739.241	1.905.277	2.341.641
Var. Capitale Fisso e Finanziamento	3.174.318	0	0	1.422.000
Var. Capitale Circolante	1.981.082	2.143.721	2.701.757	1.876.071
FCF	6.787.200	3.882.962	4.607.034	5.639.712

FCF Attualizzati	6.283.281	3.327.781	3.655.181	4.142.287
-------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Flussi totali	€ 17.408.531
PFN	€ 1.395.898

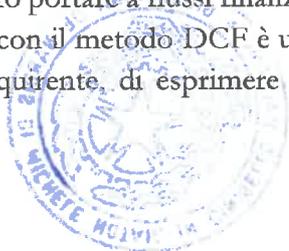
Valore Azienda	€ 16.012.633
-----------------------	---------------------

18. DETERMINAZIONE FINALE DEL CAPITALE ECONOMICO DELL'AZIENDA

Si conclude in questo modo il lavoro di stima del valore del compendio, che, come espresso al paragrafo 16 e 17 risulta essere pari a:

- € 6.482.473 derivante dalla stima del valore con utilizzo del metodo principale prescelto.

Questo valore è confermato e "sostenuto" dalla stima scaturente dall'applicazione del metodo di controllo dei flussi di cassa attualizzati (*UDCF*) pari a € 16.012.633. Nonostante la particolare situazione in cui si trova l'azienda, il contesto storico, i limiti connessi ai metodi finanziari (che come detto nei precedenti capitoli esprimono valori potenziali), le scelte politiche e strategiche dell'imprenditore che potrebbero portare a flussi finanziari differenti, si ritiene di poter ragionevolmente affermare che il valore espresso con il metodo DCF è un dato di confronto/conforto che -seppur potenziale - permetterebbe, ad un acquirente, di esprimere la scelta di per effettuare l'investimento poiché questo trova – visto



l'intervallo del valore potenziale generabile, una sua convenienza economica se comparato con il valore derivante dalla valutazione fatta con il metodo principale.

I sottoscritti, per quanto esposto ritengono di poter ragionevolmente considerare il valore stimato con il metodo principale quale più idoneo e congruo per l'azienda periziata il cui valore è pari ad € 6.482.473

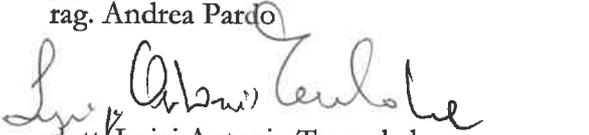
che si arrotonda ad € 6.482.000.(seimilioni quattrocento ottantadue mila/00).

19. CONCLUSIONI

Il lavoro svolto porta quindi a formulare le seguenti considerazioni e ipotesi:

- Il valore dell'azienda di proprietà della Serist è risultato essere pari ad **€ 6.482.000 (seimilioni quattrocento ottantadue mila/00)**
- Il canone congruo di locazione è risultato essere pari ad **€ 180.000 (centottantamila/00)** annui.

In fede


rag. Andrea Pardo

dott. Luigi Antonio Tremolada

Monza, 24 aprile 2020





ANNULLATO



Repertorio n. 4335

----- VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA STIMA CON GIURAMENTO -----

----- (CB-20-00373-SB) -----

----- (Art. 1, n. 4, R.D.L. 14 luglio 1937, n. 1666) -----

----- REPUBBLICA ITALIANA -----

Il giorno ventiquattro aprile duemilaventi (24 aprile 2020).

In Cinisello Balsamo, Via Carducci n.8.

Avanti a me dott.ssa **Giuseppina DE NARDIS**, notaio in Cinisello Balsamo, iscritto nel Collegio Notarile del Distretto di Milano, sono comparsi:

- **Andrea PARDO**, nato a **Milano** il **7 aprile 1962**, codice fiscale **PRD NDR 62D07 F205Y**, residente in Cinisello Balsamo, Via Dante n. 86, iscritto al n. 2698 dell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano e al numero 33887 del Registro dei Revisori Legali del MEF, Consulente tecnico del Tribunale di Milano al n. 8925 con studio in Milano via Vespri Siciliani n. 35 e Monza Via Spreafico n. 3;

- **Luigi Antonio TREMOLADA**, nato a **Monza** il **30 maggio 1964**, codice fiscale **TRM LNT 64E30 F704G**, residente in Vedano al Lambro, via C. Battisti n. 93, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Monza e Brianza al n. 881 sezione A ed al Registro dei Revisori Contabili al numero 93900 con D.M. 15 ottobre 1999 pubblicato sulla G.U. del 2 novembre 1999 n. 87, CTU presso il Tribunale Civile di Monza, associato in MTM Studio Associato Tributario e Legale con sede in Monza Via Spreafico n. 3 codice fisc. 07649910960.

Detti componenti, della cui identità personale io notaio sono certo, mi presentano la soprastante relazione di stima redatta a seguito del Decreto emesso in camera di consiglio dal Tribunale di Monza, Sezione fallimentare, in data 15 febbraio 2020 nella PROCEDURA DI CONCORDATO PREVENTIVO n. 3/2020 al fine di valutare il valore dell'azienda della società **SERIST - SERVIZI RISTORAZIONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE** con sede legale in Cinisello Balsamo, Via Gozzano n. 14, Codice fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese di Milano Monza Brianza Lodi 01917960187 iscritta al REA con il n. MI-1670079 che sarà eventualmente oggetto di confronto rispetto a potenziali offerte anche al fine di poter rappresentare un punto di riferimento e permettere al Tribunale di poter espletare le procedure competitive relative alle "Offerte concorrenti" previste dall'art. 163 bis L.F.

A ciò aderendo io Notaio ammonisco ai sensi delle leggi vigenti i componenti i quali prestano quindi giuramento di rito ripetendo la formula "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Del presente atto redatto da persona di mia fiducia e da me notaio su pagine una di fogli uno ho dato lettura ai componenti.

Andrea Pardo

Luigi Antonio Tremolada

Giuseppina De Nardis



0 1 19 078470 170 0

