



**STUDIO LAURINO**  
DOTTORI COMMERCIALISTI - REVISORI LEGALI

**TRIBUNALE DI FOGGIA**  
**SEZIONE FALLIMENTARE**

***C.T.U. SUPPLETIVA –  
Valutazione Aziendale***

**Perizia di stima del valore del capitale economico della  
Società NARGISO MARMI SRL in fallimento**



## Indice

<b>Conferimento - Oggetto dell’incarico -Premessa .....</b>	<b>3</b>
<b>Informazioni di carattere generale .....</b>	<b>4</b>
<b>Documentazione esaminata .....</b>	<b>5</b>
<b>Il concetto di capitale economico .....</b>	<b>5</b>
<b>Metodologie valutative .....</b>	<b>6</b>
Metodo Patrimoniale .....	6
Metodi Redditali .....	7
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale .....	9
<b>Procedure operative di valutazione .....</b>	<b>10</b>
Valutazione con il metodo patrimoniale .....	10
Valutazione con i metodi redditali .....	16
Determinazione del reddito medio atteso .....	16
Determinazione del costo del capitale (Ke) .....	17
Metodo della rendita a durata definita .....	18
Metodo della rendita perpetua .....	18
<b>Il concetto di avviamento .....</b>	<b>19</b>
<b>Valutazione con il reddito misto patrimoniale-reddituale .....</b>	<b>19</b>
<b>Conclusioni .....</b>	<b>20</b>



## Conferimento - Oggetto dell'incarico – Premessa .

Il sottoscritto Giuseppe Laurino, dottore commercialista e revisore legale, con studio in San Severo (FG), al C.so A. d'Aosta nr. 147, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Foggia, sez. A, n. 601, facendo seguito all' istanza a firma dei curatori del fallimento Nargiso Marmi srl in liquidazione, avvocato Marco Basta e dott. Giovanni Donnanno ed al provvedimento del GD dottoressa Caterina Lazzara, in data 6 settembre 2023 dopo aver prestato il giuramento di rito, nella qualità di C.T.U., ha predisposto la presente valutazione del complesso aziendale della fallita Nargiso Marmi srl in liquidazione, società iscritta al registro fallimentare del Tribunale di Foggia al n.2/2023, società con sede in Apricena alla via Vittime di Via Fani, 4 - C.F. e P.IVA: 03970140715.

In data **23/10/2023** il sottoscritto CTU depositava la consulenza tecnica del complesso aziendale alla data del 04 maggio 2023, tenendo conto di tutte le poste attive e passive patrimoniali, con è corretto effettuare. Però, dopo il deposito della suindicata CTU, i curatori fallimentari in **data 25 ottobre 2023**, a mezzo PEC comunicano al sottoscritto, quanto segue

[laurino.g@odcefoggiapec.it](mailto:laurino.g@odcefoggiapec.it)

**Da:** f2.2023foggia@pecfallimenti.it  
**Inviato:** mercoledì 25 ottobre 2023 23:08  
**A:** laurino.g@odcefoggiapec.it  
**Oggetto:** RISCONTRO VALUTAZIONE AZIENDA FALLIMENTO NARGISO

Egr. Dott. Laurino,  
 nel ringraziarLa della trasmissione dell'elaborato peritale in oggetto e, nello specifico, della completezza e tempestività del lavoro svolto, dovendo procedere alla predisposizione di precipua procedura competitiva finalizzata alla vendita ex art. 107 LF del complesso aziendale oggetto di analisi, abbiamo necessità di acquisire ulteriore elaborato peritale che non tenga conto degli elementi non trasferibili in sede di vendita fallimentare (i.e. attivo circolante, crediti, debiti, ecc.), di modo da poter richiamare tale relazione nell'avviso di vendita predisponendo.  
 RingraziandoLa nuovamente porgiamo i nostri piu cordiali saluti

I Curatori  
 dott. Giovanni Donnanno avv. Marco Basta



Orbene, lo scrivente, sulla base di quanto richiesto ha predisposto una valutazione d'azienda suppletiva al fine di rispondere alle giuste esigenze della procedura fallimentare. Pertanto, la presente valutazione aziendale includerà solo alcune poste dell'attivo patrimoniale, in quanto altre non saranno cedute a terzi e nessuna posta del passivo, in quanto quest'ultimo sarà quantificato con la Stato Passivo della procedura fallimentare e che non interesserà una eventuale cessione d'azienda.

Tanto premesso, alla perizia de quo, verranno utilizzati i medesimi metodi già applicati in sede di prima perizia, tenendo conto sempre della determinazione dell'avviamento, con i medesimi bilanci già presi a base ed il bilancio straordinario alla data del 04.05.2023. Ovviamente, le poste attive come Liquidità e crediti non verranno valutate e nessuna passività verrà presa in carico .

Pertanto il valore dell'azienda, alla data di riferimento, differirà dalla precedente valutazione, depositata in data 23.10.2023.

## Informazioni di carattere generale

Tra tutta la documentazione inviata dalla curatela fallimentare allo scrivente, quella prevalentemente utilizzata, ai fini dello svolgimento del predetto incarico, sono stati i bilanci depositati presso la locale Camera di Commercio ed una situazione economico-patrimoniale alla data di dichiarazione del fallimento. Precisamente risultano depositati i bilanci al 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021. Mentre il bilancio riferito all'esercizio 2022 non risulta depositato. Pertanto, ai fini della presente valutazione economica del complesso aziendale, con i metodi applicativi previsti dall'economia aziendale, di cui si dirà in seguito, sono stati considerati **gli ultimi tre bilanci depositati (esercizi 2019-2020-2021)**, unitamente ad un bilancio straordinario, fornita dalla curatela fallimentare alla data del **4 maggio 2023**, che rappresenterà la base per effettuare tutte le necessarie rettifiche necessarie e pervenire al valore economico dell'azienda de quo.

Pertanto, ai fini delle procedure operative valutative, lo scrivente ha ritenuto utilizzare i bilanci depositati (2019-2020-2021) ed il bilancio straordinario alla data della dichiarazione di fallimento (04.05.2023), valori conosciuti ai terzi e alla curatela fallimentare.

La società oggetto di valutazione, prima di essere stata dichiarata fallita dal Tribunale di Foggia, nel febbraio 2023, è stata posta in liquidazione volontaria, quindi già da quella data non svolgeva la normale attività. Questo, farebbe pensare, che ai fini della valutazione dell'azienda non dovrebbe essere preso in considerazione quel maggior o minor valore che viene attribuito all'azienda in quanto già capace di produrre reddito, che prende il nome di avviamento. L'economia aziendale ci ha insegnato che tale valore può essere



positivo (*goodwill*), ma anche negativo (*badwill*) e, pertanto, il sottoscritto perito, ai fini della propria valutazione, determinerà anche questo minor o maggior valore.

## Documentazione esaminata

Ai fini dell'espletamento dell'incarico affidato, lo scrivente ha proceduto ad una serie di indagini e stime basandosi sulla documentazione fornita dalla curatela fallimentare, che qui di seguito si riporta:

1. bilanci depositati relativi agli esercizi 2019, 2020, 2021;
2. situazione economico-patrimoniale alla data 04.05.2023 – data dichiarazione fallimento;
3. stralcio copie libro dei cespiti ammortizzabili;
4. Consulenza tecnica estimativa Terreno/cava - Geologo dott. Domenico Del Conte;
5. Relazioni curatela fallimentare;
6. Partitari contabili;
7. Prospetto crediti curatela.

Prima di iniziare ad esaminare il processo valutativo del complesso aziendale in oggetto, è doveroso introdurre il concetto di capitale economico ed esporre una rassegna dei principali metodi che la prassi aziendale utilizza per la stima economica di una azienda.

## Il concetto di capitale economico

Il capitale economico è quella particolare configurazione del capitale di un'impresa che si determina quando si valuta l'azienda nel suo complesso nell'ottica di un suo trasferimento (o di parte di essa) e la valutazione venga espletata da un perito indipendente. Pertanto, sono due i requisiti su cui poggia il concetto di capitale economico e che devono contemporaneamente sussistere per una sua stima:

- a) *requisito oggettivo*: la motivazione che guida la determinazione del capitale economico che è il trasferimento dell'azienda o di parte di essa;
- b) *requisito soggettivo*: la valutazione compete ad un perito indipendente, neutrale rispetto agli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione. Infatti, se la valutazione venisse effettuata nell'ottica dell'acquirente o del venditore, perdendo di fatto i requisiti soggettivi della neutralità e indipendenza, ci troveremmo di fronte ad un'altra configurazione di capitale d'impresa, cioè quella di capitale strategico.



## Metodologie valutative

La determinazione del valore del capitale economico dell'azienda NARGISO MARMI SRL in fallimento, è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economica. Nello specifico, si sono adottati i seguenti modelli: Metodo Patrimoniale Semplice, Metodi Redditali (Metodo della Rendita a Durata Definita, Metodo della Rendita Perpetua), Metodo Misto Patrimoniale-Reddittuale.

I risultati delle varie metodologie saranno in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e dati economico-finanziari, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

L'applicazione di tecniche diversificate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

L'analisi è stata condotta sulla base dei bilanci d'esercizi depositati relativi al periodo **2019-2021 e al bilancio straordinario al 04.05.2023, data di dichiarazione di fallimento.**

## Metodo Patrimoniale

I metodi patrimoniali, nell'ambito delle metodologie indirette di valutazione d'azienda, rientrano tra i metodi basati su grandezze stock, in quanto stimano il capitale economico considerando il patrimonio aziendale presente al momento della stima, a prescindere dalla capacità dell'azienda di generare flussi (redditali o finanziari) futuri. Per questi motivi, si presentano come metodi basati su un approccio maggiormente prudentiale in quanto prediligono grandezze storiche, o comunque attuali, rispetto a grandezze prospettiche permeate da maggiore aleatorietà.

I metodi in questione si basano su una stima analitica degli elementi patrimoniali attivi e passivi, in cui ciascun elemento patrimoniale è valutato distintamente come se dovesse formare oggetto di separato trasferimento, a seguito di un processo di revisione e riespressione a valori correnti. Il risultato finale di tale processo di valutazione è il c.d. patrimonio netto rettificato ( $k'$ ), ovvero un patrimonio ottenuto sommando al valore del capitale netto contabile (book value), le rettifiche necessarie per riesprimere a valori congrui e correnti le attività e le passività che lo compongono, rappresentate dalle plusvalenze o minusvalenze che eventualmente dovessero emergere a seguito del processo di rivalutazione.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto  $K'$  che esprimerà il valore dell'azienda.



## Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente redditali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore  $W$  dell'azienda è funzione del reddito  $R$ , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da  $R$ ) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebit o dall'utile netto, e dal MOL.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity  $K_e$  si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico  $R$  e il costo del capitale proprio  $K_e$ , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:



- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio  $K_e$ .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a  $R$  per un arco temporale limitato di  $n$  anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio  $K_e$ . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a  $R$  e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio  $R$  ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito  $R_t$  per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di  $n$  anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio  $K_e$  sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$



La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito  $R$  e tasso  $K_e$  il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni  $n$ . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da  $R$ ) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

## Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale, che tiene conto anche dell'avviamento, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

**$K'$**  valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

**$a_{n|K_e}$**  fattore di attualizzazione, dove:

**$n$**  numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

**$K_e$**  costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

**$R$**  reddito netto medio, eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato  $K'$  un termine che esprime il sovrareddito  $(R - K_e \cdot K')$ , attualizzato ad un tasso  $K_e$ , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da  $K'$  moltiplicato per  $K_e$ ).

$K_e$  è al solito calcolabile tramite il *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*).



# Procedure operative di valutazione

## Valutazione con il metodo patrimoniale

Intendendosi quantificare il valore di NARGISO MARMI SRL, in fallimento con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato, qui indicato con K'.

Nel caso in esame, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dal bilancio al **04.05.2023**, che qui in basso si riportano:

Attività			Passività		
CODICE	DESCRIZIONE	IMPORTO	CODICE	DESCRIZIONE	IMPORTO
413001	SBANCA MENTO	388.966,10	701001	F.DO AMM.TO SPESE DI IMPIANTO	388.966,10
1301001	TERRENO	302.000,00	1603037	F.DO AMM.TO ALTRI IMPIANTI SPECIFIC	250,00
1305041	ALTRI IMPIANTI SPECIFICI	250,00	1603053	F.DO AMM.TO MACCHINARI	120.133,46
1305053	MACCHINARI	120.133,46	1605009	F.DO AMM.TO ATTREZZATURA VARIA E MI	160,20
1307501	ATTREZZATURE VARIE	160,20	1607001	F.DO AMM.TO AUTOVETTURE	1.368,75
1309001	AUTOVETTURE	1.500,00	1607041	F.DO AMM.TO MACCHINE D'UFFICIO ELET	1.563,74
1309061	MACCHINE D'UFFICIO ELETTRONICHE	3.104,82	1607053	F.DO AMM.TO TELEFONIA MOBILE	981,16
1309073	TELEFONIA MOBILE	2.341,90	3401005	INTESA SAN PAOLO	338,51
2213001	PARTECIPAZIONE ALTRA IMPRESA A	800,00	4001001	CAPITALE SOCIALE	63.300,00
2507005	MERCI	241.666,00	4007001	RISERVA LEGALE	18.133,09
2509501	FORNITORI C/ACCONTI	1.040,00	4013001	RISERVA STRAORDINARIA (DI UTILI)	102.707,98
2801001	CLIENTE	591.028,72	4013101	ALTRE RISERVE DI CAPITALE	83.074,76
2801037	FATTURE DA EMETTERE	118.751,58	4013105	ALTRE RISERVE DI UTILI	234.812,07
2811017	ERARIO C/IVA ACQUISTI	89.624,79	4015005	PERDITE ESERCIZI PRECEDENTI	10.895,72-
2815033	INAIL C/ACCONTO	277,01	4017001	UTILE D'ESERCIZIO	51.739,64
2815047	SOCI C/PRELEV. UTILI PREGRESSI	118.106,00	4601001	FONDO T F R.	13.973,14
3401001	UNICREDIT BANCA	168,10	4907037	BANCA C/FINANZIAMENTI	65.261,20
3405001	CASSA E ASSEGNI	32.273,92	4909017	DEBITI V./ALTRI FINANZ. (OLTRE ES.S	1.580,45
			4913001	FORNITORE	554.740,17
			4923001	ERARIO C/IRES	4.384,40
			4923005	ERARIO C/IRAP	4.239,36
			4923009	ERARIO C/IVA	86.436,74
			4923013	ERARIO C/IVA VENDITE	96.740,01
			4923015	ERARIO C/IVA IN SOSPENSIONE	36,67-
			4923017	ERARIO C/IMPOSTE SOSTITUTIVE	63,99
			4923029	ERARIO C/RIT. FISCALI LA VOR. DIPEND	23.776,57
			4923039	ERARIO C/RIT. FISCALI LA VOR. AUTONO	2.334,21
			4925001	DEBITO V./ INPS LA VORO DIPENDENTE	72.736,80
			4925005	DEBITO V./ INAIL	14.565,20
			4927001	DEBITI V/AMMINISTRATORI	9.887,50-
	TOTALE	2.012.192,60		TOTALE	2.008.351,08
				Utile di esercizio	3.841,52
				TOTALE a pareggio	2.012.192,60

Come già indicato in premesso solo alcuni dei valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione economica, ed espressi a valori diversi rispetto a quelli contabili.



Tanto premesso, si riporta di seguito il prospetto riepilogativo delle voci patrimoniali dell'Attivo e del Passivo, dell'ultimo bilancio approvato al **31.12.2021 (colonna A)**, le rettifiche operate al bilancio straordinario del 04.05.2023 (**vedasi pagina 10 Colonna B**) ed i valori stimati alle singole poste sulla base delle valutazioni effettuate dal sottoscritto perito (**colonna C**).

**STATO PATRIMONIALE****ATTIVO**

Bilancio 31.12.2021	Rettifiche al bilancio Straordinario (+/-) al 04.05.2023	Valore stimato
A	B	C

**A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI**

0		0
---	--	---

**B) IMMOBILIZZAZIONI****I) Immobilizzazioni immateriali:**

- 1) Costi d'impianto e di ampliamento
- 2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità
- 3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno
- 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti
- 5) Avviamento
- 6) Immobilizzazioni in corso e acconti
- 7) Altre

14.420	-14.420	0
0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
<b>TOTALE</b>	<b>-14.420</b>	<b>0</b>

**II) Immobilizzazioni materiali:**

- 1) Terreni e fabbricati
- 2) Impianti e macchinario
- 3) Attrezzature industriali e commerciali
- 4) Altri beni
- 5) Immobilizzazioni in corso e acconti

302.000	4.725.882	5.027.882
0		0
0		0
3.753	2.247	6.000
0		0
<b>TOTALE</b>	<b>4.728.129</b>	<b>5.033.882</b>

**III) Immobilizzazioni finanziarie:**

- 1) Partecipazioni
- 2) Crediti:
- 3) Altri titoli
- 4) Azioni proprie

0		0
800	-800	0
0		0
0		0
<b>TOTALE</b>	<b>-800</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>4.712.909</b>	<b>5.033.882</b>

**C) ATTIVO CIRCOLANTE****I) Rimanenze:**

- 1) Materie prime, sussidiarie, di consumo
- 2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati
- 3) Lavori in corso su ordinazione
- 4) Prodotti finiti e merci
- 5) Acconti

0		0
0		0
0		0
241.666	-70.518	171.148
0		0
<b>TOTALE</b>	<b>-70.518</b>	<b>171.148</b>



**II) Crediti:**

1) verso clienti	314.885	-314.885	0
2) verso imprese controllate	0		0
3) verso imprese collegate	0		0
4) verso controllanti	0		0
4-bis) crediti tributari	29	-29	0
4-ter) imposte anticipate	0		0
5) verso altri	47.600	-47.600	0
<b>TOTALE</b>	<b>362.514</b>	<b>-362.514</b>	<b>0</b>

**III) Attività finanziarie non immobilizzate:**

	0		0
<b>IV) Disponibilità liquide:</b>	<b>18.221</b>	<b>-18.221</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE</b>	<b>18.221</b>	<b>-18.221</b>	<b>0</b>

**TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE**

	<b>622.401</b>	<b>-451.253</b>	<b>171.148</b>
--	----------------	-----------------	----------------

**D) RATEI E RISCONTI**

	0		0
--	---	--	---

**TOTALE ATTIVO****943.374****4.261.656****5.205.030****PASSIVO****2021****Rettifiche****(+/-)****B) FONDI PER RISCHI E ONERI**

	0		0
--	---	--	---

**C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.**

	11.656	-11.656	0
--	--------	---------	---

**D) DEBITI**

1) Obbligazioni	0		0
2) Obbligazioni convertibili	0		0
3) Debiti vs soci per finanziamenti	0		0
4) Debiti verso banche	0		0
5) Debiti verso altri finanziatori	73.350	-73.350	0
6) Acconti	0		0
7) Debiti verso fornitori	152.326	-152.326	0
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0		0
9) Debiti verso imprese controllate	0		0
10) Debiti verso imprese collegate	0		0
11) Debiti verso controllanti	0		0
12) Debiti tributari	189.658	-189.658	0
13) Debiti verso istituti di previdenza	0		0
14) Altri debiti	25.252	-25.252	0
<b>TOTALE</b>	<b>440.586</b>	<b>-440.586</b>	<b>0</b>

**E) RATEI E RISCONTI**

	0		0
--	---	--	---

**TOTALE PASSIVITA'****452.242****-452.242****0**

rettifica Intangibles

**K' RETTIFICATO**

ATTIVITA' RETTIFICATE € 5.205.030

PASSIVITA' RETTIFICATE € 0

**K' rettificato senza effetto fiscale € 5.205.030**

effetto fiscale (+/-)

**K' rettificato al netto dell'effetto fiscale € 5.205.030**

Le poste del bilancio straordinario alla data del **04.05.2023**, sono state oggetto di analisi e valutazione da parte del sottoscritto perito e sono state indicate nella suindicata **colonna C**.

Come risaputo la valutazione delle immobilizzazioni tecniche per le quali esiste un mercato dell'usato di riferimento (es. terreni e fabbricati, automezzi, macchinari e attrezzature, ecc.), si basa principalmente sul valore corrente fornito direttamente dai rivenditori specializzati.

Nei casi in cui ciò non sia stato possibile, si è fatto ricorso a due criteri alternativi:

- svalutazione del prezzo d'acquisto;
- indagini di mercato.

Nel caso specifico, per il terreno e le giacenze di materiale, sono stati attribuiti i valori della CTU estimativa a firma del CTU Geologo dott. Domenico Del Conte datata Agosto 2023, nominato dal Tribunale di Foggia, mentre per le autovetture, si è attribuito il valore d'inventario della curatela fallimentare, che ha effettuato la stima.

## **Descrizione analitica degli elementi patrimoniali e dei relativi criteri di valutazione**

### **a) Immobilizzazioni immateriali.**

Tale voce è rappresentata da:

#### **- Sbancamento.**

La situazione economico patrimoniale presenta alla data del 4 maggio 2023, la voce patrimoniale sbancamento per € 388.966,10 all'attivo con il corrispondente e identico importo nel passivo, nella voce denominata Fondo amm.to spese di impianto, con netto contabile pari a zero.

Dai chiarimenti chiesti e resi dal dott. Geol Domenico Del Conte, nonché da informazioni raccolte da esperti del settore, lo sbancamento rappresenta l'attività propedeutica per poter estrarre il materiale per poi destinarlo alla vendita. In sostanza per iniziare l'attività estrattiva, occorre prima effettuare tale opera che gli



addetti ai lavori, chiamano appunto sbancamento. Pertanto, la valutazione del bene cava, quindi il suo valore commerciale, effettuata dal geologo dott. Del Conte, incorpora tutti i lavori di sbancamento che bisogna effettuare preliminarmente.

Tanto premesso, si è ritenuto non attribuire alcun valore economico a tale voce patrimoniale.

**b) Immobilizzazioni materiali: Terreno € 5.027.882,47 -**

La situazione contabile alla data di riferimento indica la voce patrimoniale "Terreni", con un valore di € 302.000,00. Il valore di tale bene è stato oggetto di stima da parte del Geologo dott. Domenico Del Conte, CTU nominato dal Tribunale di Foggia, nel mese di Agosto 2023, il quale ha attribuito un valore di stima di € **5.027.882,47**.

Tale valore è stato confermato dal sottoscritto perito, alla data di riferimento.

**c) Altri impianti specifici**

Il valore contabile indicato è di solo € 250,00 ma, il netto contabile è pari a zero.

Sulla base di quanto risultante dalle relazioni dei curatori fallimentare non risultano beni da stimare.

Pertanto non si è proceduto ad attribuire alcun valore economico.

**d) Macchinari**

Il valore contabile indicato nell'attivo patrimoniale è di € 120.133,46 ma, il netto contabile è pari a zero, in quanto nel passivo patrimoniale vi è indicato il medesimo valore.

Sulla base di quanto risultante dalle relazioni dei curatori fallimentare non risultano beni da stimare.

Pertanto non si è proceduto ad attribuire alcun valore economico.

**e) Attrezzature Varie**

Il valore contabile indicato è di € 160,20 ma, il netto contabile è pari a zero, in quanto nel passivo patrimoniale vi è indicato il medesimo valore.

Sulla base di quanto risultante dalle relazioni dei curatori fallimentare non risultano beni da stimare.

Pertanto non si è proceduto ad attribuire alcun valore economico.

**f) Autovetture: valore € 6.000,00**

Il valore contabile indicato è di € 1.500,00, con un netto contabile di € 131,25.

Dall'inventario fallimentare, risulta una Fiat 500 targata EH519RC di colore nero e una Land Rover Freelander targata ZA721MP. In tale sede la prima autovettura è stata stimata € 5.000,00, mentre la seconda € 1.000,00,



per un totale di € 6.000,00. Essendo la valutazione alquanto recente alla data della presente relazione, lo scrivente ha ritenuto confermare tali valori.

Pertanto il valore della Fiat 500 è di € 5.000,00, mentre quello della Land Rover è € 1.000,00, per un totale complessivo di **€ 6.000,00**.

#### **g) Macchine Elettroniche d'Ufficio**

Il valore contabile indicato è di € 3.104,82, con un netto contabile di € 1.541,08

Sulla base di quanto risultante dalle relazioni dei curatori fallimentare non risultano beni da stimare.

Pertanto non si è proceduto ad attribuire alcun valore economico.

#### **h) Telefonia Mobile**

Il valore contabile indicato è di € 3.104,82, con un netto contabile di € 1.360,74.

Sulla base di quanto risultante dalle relazioni dei curatori fallimentare non risultano beni da stimare.

Pertanto non si è proceduto ad attribuire alcun valore economico.

#### **Immobilizzazioni finanziarie**

Partecipazione altra Impresa

Il valore contabile indicato, alla data d riferimento è pari ad € 800,00 .

Dai documenti consegnati non risultano informazioni tali da poter stimare tale posta.

Pertanto, lo scrivente ha ritenuto non attribuire un valore economico a tale voce del patrimonio.

#### **C) Attivo Circolante**

##### ***Rimanenze di magazzino: valore € 171.147,50 -***

Il valore risultante dalla contabilità, alla data di riferimento, ammonta ad € 241.666,00.

Anche in questo caso, essendo le giacenze oggetto di valutazione da parte del Geologo dott. Domenico Del Conte, CTU nominato dal Giudice Delegato al fallimento, il quale (vedasi sua perizia estimativa), ha dettagliato il materiale giacente ed a pagina 22 della sua relazione, ha stimato i materiali giacenti in **€ 171.147,50**, suddividendo i materiali di I scelta, quelli di II scelta, i semi blocchi etc.

Pertanto, essendo la stima effettuata da un CTU esperto nel settore, tale valore è stato indicato anche dallo scrivente nell'attivo patrimoniale della fallita società.



## Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale

L'attività di stima effettuata dal sottoscritto perito, sul bilancio straordinario del 04.05.2023 ha comportato rettifiche complessive per € 4.261.656 (vedasi colonna B). Ciò premesso, il totale attivo che risulta, sempre alla data, con l'intervento delle rettifiche operate, ammonta ad € 5.205.030.

Come già innanzi riportato, non si è effettuata alcuna rettifica dei valori contabili del Passivo alla data di riferimento, per espresso valore della curatela fallimentare.

Sulla base dei valori riespressi dell'Attivo il Patrimonio Netto ricalcolato, è pari ad **€ 5.205.030**. Non si è ritenuto considerare ai fini della valutazione del patrimonio netto, l'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste.

In definitiva, nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato ed è il seguente:

$$W = € 5.205.030$$

## Valutazione con i metodi reddituali

### Determinazione del reddito medio atteso

Come già riportato precedentemente con il metodo reddituale il valore di un'azienda può essere stimato con diverse metodologie:

- Metodo della rendita di durata definita;
- Metodo della rendita perpetua;
- Metodo reddituale complesso.

Nell'ambito di tale metodo ai fini della determinazione del valore economico dell'azienda si ha la possibilità di prendere a base di calcolo l'utile netto degli ultimi 3 anni, il MOL (Margine operativo lordo) che evidenzia la gestione caratteristica di un'impresa e l'EBIT, che rappresenta una misura di utile operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte.

Lo scrivente ha utilizzato il MOL ritenendolo più adatto al caso in esame, sulla base dei dati contabili e alla specificità dell'azienda del settore ed in riferimento agli ultimi tre esercizi presi a base.



In merito alle tre metodologie innanzi indicate il sottoscritto perito ha effettuato i rispettivi conteggi escludendo il metodo reddituale complesso.

Pertanto per gli anni presi a base ai fini del presente metodo, il reddito medio atteso è il seguente:

## Reddito medio atteso

€ 36.198

## Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk (Rf)	4,08%
Equity Risk Premium (ERP)	9,73%
Debito (D)	
Beta Unlevered (Bu)	0,98
Scelta del Beta	Beta unlevered
Beta Levered (Bl)	
Ke scelto per scontare redditi	Anno 2021
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,61% $Ke = Rf + Bu*ERP = 4,08\% + 0,98*9,73\% = 13,61\%$

Il **tasso free risk** esprime il tasso di rendimento netto di un titolo privo di rischio che per il mercato italiano può essere rappresentato dal BTP a 10 anni. Se si sceglie il tasso pubblicato dal Sole 24 Ore occorre tener presente che tale tasso è espresso al lordo dell'aliquota fiscale e per ottenere il tasso netto va applicata la seguente formula: Tasso netto = Tasso lordo\*(1 - Aliquota fiscale).

Alla data odierna i BTP a 10 anni hanno un rendimento del 4,66% (fonte il Sole 24 Ore) sul quale deve essere defalcato l'onere fiscale del 12,50% - TRF=  $0.0466*(1-0.125)= 4,08\%$ .

L'**Equity Risk Premium** esprime il rendimento addizionale richiesto dagli investitori per investire nel mercato azionario piuttosto che in un titolo privo di rischio e può essere assunto pari alla differenza tra il rendimento medio ottenuto investendo nel mercato azionario e quello offerto dai titoli privi di rischio (Rf). Nel nostro caso il tasso sopra indicato ha come fonte recente quelli di gennaio 2023 del prof. Damodaran.

**Beta Unlevered (Bu)** Tale parametro, misura la variazione attesa del rendimento del titolo dell'impresa per ogni variazione di un punto percentuale del rendimento di mercato esprimendo così il grado di rischiosità dell'azienda considerata rispetto al rischio medio di mercato.

Il settore delle cave di marmo, non è individuato, pertanto si è ritenuto utilizzare il settore del materiale edile, in quanto lo stesso viene destinato prevalentemente al predetto settore d'impresa (fonte Damodaran).

Il **costo del capitale proprio (Ke)** tiene conto dei tassi sopraindicati e calcolato nel seguente modo:

$$Ke = Rf + Bu*ERP = 4,08\% + 0,98*9,73\% = 13,61\%$$



## Metodo della rendita a durata definita

Reddito medio periodo (R)	36.198
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,61%
Numero anni (n)	3

Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i redditi attesi al costo del capitale proprio (Ke). Avendo ipotizzato che i redditi si mantengono costanti per 3 anni, la relazione che esprime il valore attuale si semplifica come segue.

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} \quad \text{€ 84.596}$$

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 36.198 * [1 - 1/(1 + 13,61\%)^3]/13,61\% = 84.596$$

## Metodo della rendita perpetua

Reddito medio periodo (R)	36.198
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,61%

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$$W = R/Ke \quad \text{€ 266.023}$$

$$W = R/Ke = 36.198/13,61\% = 266.023$$



## Il Concetto di “avviamento”

Molto si discute nella dottrina aziendalistica sulla natura e sul significato dell'avviamento. Generalmente, esso viene ricondotto alla capacità endogena dell'azienda di produrre dei redditi medi superiori (c.d. sovraredditi – extraprofitti) a quelli ritenuti normali nel settore in cui essa opera. Tale capacità è associabile ad una serie di fattori, di natura soggettiva o/e oggettiva, che qualificano un'azienda in funzionamento distinguendola da un'altra tendenzialmente identica ma creata *ex novo*. I fattori soggettivi possono essere ricondotti preliminarmente alle capacità personali e professionali dell'imprenditore, al suo apporto lavorativo, alle sue qualità commerciali e gestionali, doti personali non autonomamente trasferibili e, in una visione più ampia, al Know-how aziendale, che si fonda non solo sulla figura dell'imprenditore o del management ma anche sulle risorse umane operanti in azienda. I fattori oggettivi, invece, sono di diversa natura e concorrono singolarmente o congiuntamente alla creazione dell'avviamento. A titolo esemplificativo, il capitale umano, la tecnologia, il marchio, l'immagine aziendale, la gamma di prodotti offerti, la rete di vendita.

## Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Il Metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda, nonché dell'avviamento, il quale può essere positivo (goodwill) o negativo (badwill). Tale metodo prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ( $Ke \cdot K'$ ).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

<b>Reddito (Mol)</b>	36.198	Reddito medio atteso nel periodo
<b>K'</b>	5.205.030	Valore del Patrimonio Netto rettificato
<b>Costo del Capitale Proprio (Ke)</b>	13,61%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
<b>N</b>	3	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante, pari ad € 36.198 per 3 anni a partire dal nuovo inizio dell'attività.

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} =$$

**€ 3.634.418**



$$W = K' + (R - Ke * K') * a^{-n} \quad (n, Ke) = K' + (R - Ke * K') * [1 - 1/(1 + Ke)^n] / Ke = 5.205.030 + (36.198 - 13,61\% * 5.205.030) * [1 - 1/(1 + 13,61\%)^3] / 13,61\% = 3.634.418$$

## Conclusioni

Orbene, sulla base della documentazione fornita dalla curatela, dalle richieste effettuate circa l'eliminazione di alcune poste dell'attivo della società e della debitoria complessiva, per le esigenze della procedura fallimentare, dalla perizia del geologo dott. Domenico Del Conte, dalle indagini effettuate e tenuto conto l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza, si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'azienda **NARGISO MARMI SRL in fallimento**, nel seguente modo:

### VALUTAZIONE DELL'AZIENDA NARGISO MARMI SRL in fallimento

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 5.205.030
Metodo della rendita di durata definita	€ 84.596
Metodo della rendita perpetua	€ 266.023
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	€ 3.634.418

Tenuto conto delle analisi effettuate si ritiene adottare il metodo misto patrimoniale-reddituale, ritenuto il più equilibrato tra i metodi valutati riconosciuti in economia aziendale. Tanto premesso, nel caso in esame, la notevole distanza tra il valore patrimoniale determinato e quello reddituale, incide significativamente e negativamente (**badwill**), sul valore economico dell'azienda, che è pari ad € 3.634.418.

SAN SEVERO, li 30 ottobre 2023

In fede

Dott. Giuseppe Laurino

