

STUDIO GUIDO B. PASTA – RICCARDO L. TOFANI
DOTTORI COMMERCIALISTI & REVISORI CONTABILI ASSOCIATI
VIA UMBERTO I, 81 – 20831 SEREGNO (MI)
V.LE MAJNO, 23– 20122 MILANO
TEL. 0362.328.537 – TELEFAX 0362.235.978
TEL. 02.58.32.75.51 – 02.58.43.34.34

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE
D' AZIENDA DELLA SOCIETÀ "SAE POWER
LINES S.R.L.**

***** * *****

Indice

1. FINALITA' DELL'INCARICO.....	3
2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETA' E DEL RAMO D'AZIENDA DA CEDERE	4
3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI	10
4. METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO.....	11
5. CONCLUSIONI	46

Premessa

In data 13 febbraio 2018 il sottoscritto Riccardo Luigi Tofani, Dottore Commercialista con Studio in Seregno, Via Umberto I 81, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Monza e della Brianza al n. 714/A, nonché al Registro dei Revisori Legali al n. 93860, è stato designato come esperto cui demandare la stima del valore del ramo d'azienda "lotto unico" e dei vari lotti includenti rami d'azienda SAE Powerline che alternativamente si stanno per porre in vendita, al fine di consentire alla curatela di valutare la congruità delle offerte già ricevute e stabilire il prezzo per la vendita con procedura competitiva dei diversi lotti individuati.

1. FINALITA' DELL'INCARICO

La presente relazione ha come obiettivo la definizione del valore dei vari lotti includenti i rami d'azienda "SAE" che la curatela sta per porre in vendita con procedura competitiva, in relazione al fatto che è già stata formulata un'offerta da parte di una società per un lotto d'azienda

composto da 10 dipendenti (ed il loro Know how) e altre due manifestazioni di interesse sono pervenute per il "lotto" includente tutti i dipendenti, il know how, i marchi, le referenze-certificazioni e l'archivio progetti. Tali due manifestazioni potrebbero concretizzarsi in offerte che saranno formulate dagli acquirenti interessati in relazione alle due diligence in corso.

2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETA' E DEL RAMO D'AZIENDA DA CEDERE.

Al fine di meglio comprendere la realtà oggetto di valutazione si richiamano in seguito le informazioni essenziali dell'azienda da valutare, individuate dal sottoscritto attraverso la lettura della visura camerale storica e della documentazione resa disponibile dalla curatela.

La SAE Power Lines S.r.l. con sede in Sesto San Giovanni (MI), Viale Edison n. 50, capitale sociale € 654.000, iscritta nel registro delle Imprese di Milano codice fiscale/Partita iva 03682960962 e numero di iscrizione Registro

Imprese di Milano REA MI - 1793962, è stata costituita in data 16 settembre 2002 con atto del Notaio Dott. Pietro Sormani in Milano (Rep. n. 270860).

La società nasce nel 1926 come Società Anonima Elettificazione e si afferma a livello internazionale nel settore dell'impiantistica elettromeccanica riferita alla trasmissione e distribuzione della energia, fino ad entrare a far parte del gruppo ABB verso la fine degli anni ottanta del secolo scorso.

La ragione sociale attuale deriva dallo scorporo di uno dei vari rami d'azienda del Gruppo ABB Italia.

L'attività principale è la fornitura di servizi di ingegneria, acquisto materiali, costruzione e avviamento di elettrodotti e stazioni di distribuzione di energia ad alta tensione attraverso la partecipazione a bandi di gara internazionali emessi dagli operatori pubblici nei vari paesi di riferimento.

La società si occupa della realizzazione di progetti "chiavi in mano" e finanziati da enti sovranazionali

Il personale era composto da 24 dipendenti Italiani, di cui una parte all'estero, e da circa 100 dipendenti di nazionalità estera, operanti nei vari paesi ove la società operava.

Il Tribunale di Monza con sentenza n. 158/2018 del 30.08.2018, depositata presso la Cancelleria Fallimenti in data 06.09.2018, ha dichiarato il fallimento della società Sae Power Lines S.r.l., su istanza presentata in proprio della Sae Power Lines S.r.l., ha nominato curatore il Dott. Luca Brivio, disponendo l'esercizio provvisorio.

In seguito, il curatore ha ripreso i contatti con le società che nei precedenti anni avevano mostrato attenzione per SAE Powerlines Srl, inviando a ciascuna di esse la richiesta di presentare manifestazioni di interesse. Inoltre ha pubblicizzato l'invito a manifestare interesse sul sito di Astelegale.net e sui quotidiani Il Sole 24 ore e il Corriere Della Sera in data 14.10.2018 e

sui siti free press dedicati alle aste giudiziarie.

In data 15.10.2018 è stata costituita un'apposita Data Room per consentire agli interessati di accedere alle informazioni utili ai fini dell'acquisizione dell'azienda o dei rami di essa (previa sottoscrizione di accordo di riservatezza e regolamento di accesso).

In seguito alle pubblicità e alle comunicazioni effettuate sono pervenute alla procedura 5 manifestazioni di interesse. Due di queste sono state ritirate in seguito alla verifica delle informazioni e documenti disponibili in Data Room. Le altre due hanno portato alla presentazione di un'offerta per la prima e alla conferma di interesse all'acquisizione per la seconda, che sta svolgendo le proprie verifiche.

La prima società è interessata all'acquisizione del perimetro d'azienda definito dal processo operativo di Vendite, Ingegneria e Gestione Progetti (Project Management). La seconda società ha invece manifestato interesse per le referenze e

per parte dei processi operativi. La terza società è interessata invece al lotto unico.

Al fine di contenere i costi dell'esercizio provvisorio ed evitare di perdere la possibilità di cessione agli interessati, emerge la necessità per la procedura di predisporre una perizia sul ramo di azienda di SAE.

Nello specifico nel perimetro d'azienda si individua un "lotto unico" costituito da:

- a) Ramo di azienda relativo alla "Progettazione di linee elettriche", inerente all'ingegneria, all'acquisizione e alla gestione dei progetti di linee elettriche di alta tensione per la trasmissione dell'energia. Il ramo comprende n.10 lavoratori, di cui n.2 dirigenti e n.8 impiegati;
- b) Ramo di azienda relativo alla "Progettazione di stazioni elettriche e cantieri esteri", inerente all'ingegneria dei progetti stazioni elettriche per la distribuzione dell'energia e la gestione dei cantieri esteri. Il

- presente ramo comprende n.9 lavoratori tutti impiegati;
- c) Ramo di azienda residuale relativo a funzioni di staff, amministrazione e qualità. Il presente ramo comprende n.5 lavoratori di cui n.1 dirigente e n.4 impiegati. (n.1 dirigente e n.1 dipendente cesseranno in data 31/03/2019);
- d) Referenze attestanti i lavori svolti negli ultimi cinquant'anni, comprensive anche delle più recenti certificazioni e del relativo supporto documentale, in formato cartaceo e digitale, nonché l'ingegnerizzazione delle opere eseguite e l'archivio progetti, nei limiti dei documenti ancora consultabili presso l'archivio di SAE;
- e) Marchio storico (SAE - Società Anonima Elettificazione);
- f) Cespiti riguardanti la sede italiana, così come inventariati.

In assenza di offerte per il "lotto unico", saranno considerate le offerte per i singoli

lotti, consentendo così di cedere alcuni rami d'azienda con almeno parte del personale dipendente e con un conseguente risparmio in termini di costi di preavviso e incentivi all'esodo.

3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI

Al fine della redazione della presente perizia di stima del valore del ramo d'azienda, per acquisire conoscenza dell'impresa, si è analizzata la visura dal registro imprese delle società.

Il curatore ha inoltre consentito al sottoscritto l'accesso alla "data room" contenente:

- i bilanci della società;
- i cespiti presenti presso la sede;
- la registrazione del marchio;
- l'offerta ricevuta da un potenziale acquirente per il "lotto" relativo a 10 dipendenti, know how e passività connesse;
- le referenze e certificazioni delle commesse espletate;
- la lista del personale dipendente indicante per ciascuna risorsa l'età, l'anno di assunzione, le

funzioni svolte, il reddito annuale lordo, il costo lordo e la presenza di dimissioni già rassegnate o di previsioni di pensionamento.

4. METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

L'elemento preliminare considerato al fine della scelta del metodo valutativo è risultato il quesito posto al sottoscritto, ed in particolare la caratteristica dei rami d'azienda da valutare, oltre che del settore specifico.

Si effettua di seguito una breve disamina dei principali metodi valutativi previsti dalla disciplina economica, illustrando successivamente le motivazioni che hanno condotto il sottoscritto alla scelta.

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale individua il valore dell'azienda in relazione al valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale, individuando l'investimento ipoteticamente necessario per avviare un'impresa con la stessa struttura di quella valutata, assumendo il riacquisto o la

riproduzione degli elementi attivi e la rinegoziazione di quelli passivi.

Si considerano pertanto analiticamente i vari elementi patrimoniali ad un valore corrente (cioè a "valore" di mercato) opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio.

La valutazione è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi e comporta un minor numero di ipotesi e competenze.

Non considera flussi di reddito o di cassa riducendo l'incertezza.

Questo metodo è normalmente usato per aziende con forte patrimonializzazione ed elevato ammontare di attività immobilizzate.

Il suo limite, soprattutto se attuato nella forma "Metodo patrimoniale semplice", è la determinazione del valore del saldo numerico tra attività e passività rivalutate, non considerando la capacità dell'azienda di generare reddito o flussi di cassa. Il valore attribuito alle poste

prescinde dalla loro appartenenza al complesso aziendale organizzato.

Per superare questo limite si adotta quindi spesso la forma del "Metodo patrimoniale complesso", che comprende la valorizzazione espressa di uno o più beni immateriali anche se non iscritti a bilancio, come marchi, know-how tecnologico, capitale umano, capitale organizzativo e capitale relazionale.

Si tratta dei cosiddetti "valori intangibili", non iscritti in bilancio e spesso per tale motivo trascurati in fase di valutazione d'azienda con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

Metodo reddituale

Il metodo reddituale misura il valore d'azienda sulla base della capacità della stessa di produrre reddito futuro. L'azienda è valutata come complesso unitario sulla base della relazione esistente tra la redditività ed il valore.

Il valore dell'azienda viene quindi determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.

La valutazione dell'avviamento non è autonoma, ma ricompresa nella dinamica reddituale.

Il reddito viene solitamente "normalizzato", sostituendo le componenti reddituali straordinarie e gli oneri finanziari con valori medi nel tempo di esse e stimando le imposte in relazione al nuovo reddito determinato, secondo un metodo Equity Side-Levered.

Metodi misti

I metodi misti prendono in considerazione contemporaneamente l'aspetto patrimoniale per garantire elementi di obiettività e verificabilità e l'aspetto reddituale per la determinazione del capitale economico.

Apportano in sostanza una "correzione reddituale" al valore emergente dall'applicazione del metodo patrimoniale, tenendo in considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

La stima della redditività media prospettica consente la quantificazione di un "goodwill" (badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Metodi finanziari

Il valore di una azienda è determinato sulla base del valore attuale dei flussi di cassa stimati negli esercizi futuri, evidenziando la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori i flussi monetari che residuano, dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

Metodo dei multipli

Il valore di una azienda è determinato moltiplicando le grandezze aziendali ricavate dai bilanci e dalla contabilità per indicatori medi di mercato (multipli). I multipli sono ricavati da database specifici predisposti da operatori di settore specializzati e risultano calcolati attraverso le medie per aziende quotate del rapporto tra le grandezze stesse considerate ed il prezzo delle azioni.

Scelta del metodo

In relazione al quesito formulato al sottoscritto ed alle caratteristiche del settore e dei lotti

identificati dal curatore al fine del bando d'asta, si è proceduto alla scelta del metodo misto, applicando a ciascuna componente del ramo d'azienda un metodo di valutazione specifico.

Il metodo patrimoniale semplice risulta applicabile alla sola componente di immobilizzazioni materiali compresa nei lotti di vendita identificati dal curatore. Le immobilizzazioni immateriali iscritte in contabilità al 30.06.2018 sono invece limitate ad € 3.581. Il dato riportato in bilancio è la normale conseguenza dell'applicazione dei principi contabili. Questo non significa che il valore della componente intangibile sia marginale.

Infatti, analizzando dettagliatamente l'attività svolta, l'organizzazione e le caratteristiche del personale, il valore da considerare appare più consistente.

Pertanto, si procede di seguito all'analisi di dettaglio delle componenti intangibili contenute nel ramo d'azienda compreso nei vari lotti identificati.

Know how

È rappresentato dalle conoscenze, competenze e capacità sviluppate dal personale della SEA nel tempo, che consentono l'impiego di tecnologie, macchinari, impianti e permettono l'organizzazione e lo svolgimento dei lavori in modo più efficiente. Tali capacità e competenze, spesso maturate negli specifici contesti geografici e lavorativi, possono essere impiegate in nuovi progetti. Dal momento che consentono al potenziale acquirente di risparmiare tempo e costi nella progettazione dei lavori, assumono un valore economico.

Gli assets intangibili trovano una valutazione specifica quando possono essere trasferiti separatamente dalle altre componenti d'azienda.

Nell caso del know how difficilmente può essere trasferito nel breve termine separatamente dal personale. Inoltre, in relazione al fatto che trasferendo il personale dipendente anche le conoscenze connesse vengono trasferite, appare evidente come il know how richieda una valutazione

contemporanea a quella del personale dipendente, costituendo un elemento inscindibile nel breve.

Dipendenti

Si valutano all'interno di questa categoria tutti i dipendenti non dimissionari presenti nella lista specifica fornita al sottoscritto.

In relazione all'accesso effettuato presso la sede, si è ottenuto l'organigramma societario.

Si sono individuate quindi le risorse con compiti direzionali e di coordinamento e le risorse con compiti specifici.

In relazione ai progetti realizzati nel tempo dall'azienda ed alla progressiva assunzione del personale dipendente, si rileva che non è agevolmente misurabile numericamente e quindi economicamente il contributo specifico di ciascun dipendente alle singole commesse, in relazione al possibile scostamento temporale tra i costi di commessa ed i relativi ricavi. Il fatturato di un annualità potrebbero derivare infatti da costi sostenuti per personale non più presente e viceversa il costo sostenuto in anni in cui una

risorsa non era presente potrebbe produrre ricavi in anni successivi. Per tale ragione si ritiene che in via approssimativa il contributo stimato del personale non possa essere inferiore al costo lordo annuo che l'impresa corrisponde ai dipendenti stessi.

Il principio di economicità pone la necessità per l'impresa di operare in modo che i ricavi siano almeno pari ai costi. In modo estensivo si considera quindi che i flussi/ricavi minimi generati dai lavoratori dipendenti saranno almeno uguali ai costi sostenuti per il loro impiego.

Si procede pertanto all'identificazione analitica dei costi lordi per dipendente in modo tale da stimarne il probabile flusso minimo annuo ricavabile da essi. In tal modo si otterrà il valore della componente d'azienda costituita dal lotto di dipendenti e Know how connesso. Il know how in questo caso viene considerato compreso nel valore che l'azienda attribuisce ai singoli dipendenti. In una logica di questo tipo è plausibile pensare che il compenso delle risorse umane sarà proporzionale alla formazione, alle

esperienze professionali e al capitale relazionale che ciascun dipendente ha sviluppato nel tempo, incorporando pertanto il know how conseguente.

Considerando quindi prudenzialmente il possibile ricavo equivalente al costo, appare plausibile la stima del valore di questa componente d'azienda in relazione al fatturato minimo da essa generato.

Tale valore può essere individuato applicando l'indicatore di mercato che mette in relazione il valore di un ramo d'azienda con i relativi ricavi conseguiti. Il multiplo in questione è il rapporto tra Prezzo e Ricavi (P/S).

Referenze - certificazioni

Il sottoscritto ha proceduto alla visione del documento elencante tutte le opere realizzate dall'impresa nel tempo.

I progetti effettuati dall'impresa nei diversi paesi internazionali costituiscono referenze potenzialmente impiegabili dal possibile interessato per l'acquisizione in tali mercati di nuove commesse. Le infrastrutture stesse realizzate consentono di esibire ai potenziali

committenti un'immagine concreta della capacità professionale del personale impiegato e della qualità delle opere realizzate.

Questo elemento può essere valutato esclusivamente in termini di potenziali ricavi aggiuntivi conseguibili dall'acquirente con l'aggiudicazione di nuove commesse attraverso l'utilizzo delle referenze e certificazioni.

A parere del sottoscritto tale componente è difficilmente misurabile in termini di costi storici sostenuti per le commesse. È invece più opportuno in caso di vendita unitaria d'azienda considerarlo unitamente al marchio d'azienda, dal momento che costituisce una parte dell'immagine di qualità percepita dai committenti che l'azienda ha costruito nel tempo.

Dal momento che si prevede nel "lotto unico" l'alienazione congiunta dei due elementi, si ritiene opportuno la misurazione del valore del marchio anche in funzione dell'immagine costruita storicamente mediante le commesse svolte. Così facendo le referenze e le certificazioni fornite dai committenti storici e disponibili per le

pubbliche autorità dei paesi esteri in cui l'impresa ha realizzato le opere, costituiscono unitamente al marchio uno strumento a disposizione del potenziale acquirente per ottenere fiducia dai committenti per future commesse.

Marchio

È rappresentato dal marchio d'impresa "SAE" registrato con n. domanda 011198 del 9/11/2010 presso la Camera di Commercio di Milano e valido per 10 anni dalla data di deposito. Oltre al marchio depositato si individua il marchio "SAE Powerline, utilizzato a livello internazionale dal 2005 sebbene non registrato. Essendo strettamente connesso con l'attività svolta dall'impresa verrà anch'esso acquisito dal potenziale acquirente, che potrà valutare l'opportunità di registrazione dello stesso.

In relazione a quanto premesso in precedenza, il marchio costituisce elemento importante in quanto segno distintivo. Unitamente alle referenze e le certificazioni dei lavori svolti costituisce un asset da valorizzare in relazione ai possibili

benefici che il potenziale acquirente può ricavare dal suo utilizzo.

Per quanto riguarda i marchi, i metodi di valutazione possono essere sinteticamente riassunti come segue:

- 1) metodo della royalty
- 2) metodo dei redditi differenziali
- 3) metodi basati sul costo storico, costo storico residuale e costo di riproduzione;
- 4) metodo delle transazioni comparabili.

Si è scelto in questo contesto di operare con il primo metodo, che maggiormente considera gli aspetti ampiamente illustrati sopra, ossia il potenziale di reddito ricavabile per l'acquirente. Nonostante il metodo reddituale di valutazione del marchio sia poco consono a realtà in fallimento, in relazione all'assenza del presupposto di "going concern", in questo caso è evidente che il soggetto acquirente ottiene un beneficio futuro dall'utilizzo dell'immagine individuata dal marchio (collegata alle commesse storiche) per l'acquisizione di commesse internazionali.

Il secondo metodo appare evidentemente inapplicabile al caso concreto, trattandosi di marchio per il quale il costo storico ed il costo storico residuo sono entrambi estremamente contenuti, in relazione ai dati emergenti dai bilanci.

Anche il terzo metodo appare non impiegabile perché non si sono rilevate transazioni direttamente comparabili con quella in oggetto.

Il metodo dei redditi differenziali calcola il valore sulla base del maggior reddito conseguito dall'azienda dovuto all'utilizzo del marchio, basandosi sul confronto della redditività ottenuta operando con marchio confrontata con quella emergente operando senza marchio. Il metodo è di difficile applicazione per la difficoltà di incrociare i dati della contabilità con quelli dei concorrenti, che mantengono tali informazioni riservate.

Archivio storico

Per la determinazione del contenuto dello stesso si è proceduto ad accesso presso la sede della società ed intervista al personale direttivo.

Dall'indagine effettuata è emerso che l'archivio storico è costituito dall'insieme dei documenti e database utilizzati per la realizzazione dei numerosi progetti implementati nel tempo dall'azienda. Esso comprende le rilevazioni geologiche territoriali, i calcoli tecnici per la realizzazione dei progetti, i database del personale operativo estero funzionale alla realizzazione delle opere e i tracciati del percorso dei pali elettrici realizzati. Può rivelarsi utile per evitare di andare ad operare rilevazioni e calcoli laddove si sia già riscontrata la non conformità geologica o essere di supporto per la risoluzione di problematiche strutturali delle opere.

Questo elemento, al pari di quelli che precedono non può essere misurato al costo storico, ma deve essere considerato come fonte di possibile redditività futura derivante da minori costi di

ricerca e lavorazione o maggiori ricavi legati all'aggiudicazione di commesse legati alle conoscenze storiche acquisite.

STIMA DEI RAMI D'AZIENDA

Ramo costituito da n.10 dipendenti e connesso know

how

Per la stima del valore del Ramo di azienda "Progettazione di linee elettriche", comprendente l'ingegneria, l'acquisizione e la gestione dei progetti di linee elettriche di alta tensione per la trasmissione dell'energia (n. 2 dirigenti e n. 8 impiegati), si è scelto di adottare il metodo reddituale combinato con il metodo dei multipli.

Nello specifico, sulla base dell'ipotesi di economicità effettuata, il costo lordo annuo dei lavoratori dipendenti inclusi nel lotto viene considerato prudenzialmente almeno uguale al ricavo annuo minimo potenziale proveniente dall'attività svolta dai dipendenti stessi.

Sommando il ricavo annuo minimo potenziale per ciascun dipendente incluso nel ramo si ottiene il

totale di ricavi potenziali generabili dal personale pari ad € 723.292.

QUALIFICA	COSTO LORDO ANNUO	RICAVO ANNUO MINIMO POTENZIALE SULLA BASE DEL COSTO LORDO	NOTE
Responsabile Commerciale	113.867	113.867	
Responsabile Project Management	113.867	113.867	
Responsabile Ingegneria	94.317	94.317	
Progettista Linee Aeree di Trasmissione	41.600	41.600	
Preventivista costi di offerta	65.542	65.542	
Project Manager Jr	53.074	53.074	
Project Manager Jr	52.547	52.547	
Progettista Linee Aeree di Trasmissione	50.661	50.661	
Progettista Linee Aeree di Trasmissione	46.598	46.598	
Capo Cantiere Ghana	91.219	91.219	
Totale	723.292	723.292	

Per stimare il valore del ramo d'azienda, si è applicato al dato dei ricavi annui minimi potenziali pari ad € 723.292 il coefficiente P/S con valore di 1,03, ricavato dal database A. Damodaran aggiornato al mese di gennaio 2019.

Tale coefficiente misura il rapporto medio tra il prezzo di mercato delle aziende quotate oggetto di

studio ed il loro fatturato. Lo studio fa riferimento ad un campione selezionato di imprese quotate operanti in diversi paesi europei (inclusa l'Italia) e in diversi settori economici. Moltiplicando il coefficiente reddituale medio di mercato P/S pari a 1,03 per il reddito medio potenziale del ramo d'azienda oggetto di stima pari a 723.292, si ottiene un valore del ramo d'azienda (lotto 1) pari ad € 744.991.

$$\begin{aligned}\text{Valore del ramo} &= \text{Ricavo stimato} \times \text{P/S} \\ &= 723.292 \times 1,03 = 744.991\end{aligned}$$

Ramo costituito da n.9 dipendenti e connesso know

how

Per la stima del valore del Ramo di azienda "Progettazione di stazioni elettriche e cantieri esteri", comprendente l'ingegneria dei progetti stazioni elettriche per la distribuzione dell'energia e la gestione dei cantieri esteri (n.9 impiegati), si è scelto di adottare il metodo reddituale combinato con il metodo dei multipli.

Anche in questo caso il costo lordo annuo dei lavoratori dipendenti inclusi nel lotto viene considerato almeno uguale al ricavo annuo minimo potenziale proveniente dall'attività svolta dai dipendenti stessi. Sommando il ricavo annuo minimo potenziale per ciascun dipendente incluso nel ramo si ottiene il totale dei ricavi annui potenziali generabili dal personale pari ad € 363.370. In relazione all'età anagrafica di alcune risorse del lotto, si è ritenuto opportuno calcolare un abbattimento dal 80% al 95% del potenziale ricavo in ragione di fascia di età.

È infatti plausibile che un minor periodo di anni lavorativi residui disponibili (per l'avvicinarsi all'età di pensionamento) renda i ricavi potenziali minori. In tal modo viene comunque riconosciuto un potenziale trasferimento di know how, sebbene limitato.

QUALIFICA	COSTO LORDO ANNUO	RICAVO ANNUO MINIMO POTENZIALE SULLA BASE DEL COSTO LORDO	NOTE
Progettista Sottostazioni	101.491	15.224	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 85%
Progettista Sottostazioni	85.632	12.845	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 85%
Project Manager Sr	67.604	845	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 95%
Responsabile Branch Estera Benin	125.213	18.782	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 80%
Responsabile Branch Estera Ghan-Togo	143.203	28.641	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 90%
Supervisore mezzi e attrezzature di costruzione	72.889	72.889	
Capo Cantiere Tanzania	100.582	10.058	L'età anagrafica comporta la riduzione potenziale del 90%
Responsabile Amministrativo Branch Estera Ghana	104.094	104.094	
Responsabile Amministrativo Branch Estera Tanzania	99.993	99.993	
TOTALE	900.701	363.370	

Per stimare il valore del ramo d'azienda, si è applicato al dato dei ricavi annui minimi potenziali pari ad € 363.370 il coefficiente P/S

con valore di 1,03, ricavato dal database A. Damodaran aggiornato al mese di gennaio 2019. Moltiplicando il coefficiente reddituale così individuato per il reddito medio stimato si ottiene un valore del lotto pari ad € 374.271.

$$\begin{aligned}\text{Valore del ramo} &= \text{Ricavo stimato} \times \text{P/S} \\ &= 363.370 \times 1,03 = 374.271\end{aligned}$$

Ramo costituito da n.5 dipendenti e connesso know

how

Per la stima del valore del Ramo di azienda "relativo a funzioni di staff, amministrazione e qualità", comprendente n.1 dirigente e n.4 impiegati, di cui n.1 dirigente e n.1 impiegato cesseranno il 31.03.2019, si è scelto di adottare il metodo reddituale combinato con il metodo dei multipli.

In questo caso il ricavo minimo potenziale, in relazione al ridotto know how tecnico specifico delle risorse e all'elevata specializzazione amministrativa, viene prudenzialmente considerato pari al 50% del costo lordo sostenuto. Tale

assunto è legato al fatto che le competenze amministrative, anche quando afferenti ambiti specifici, risultano più facilmente riproducibili da un potenziale acquirente rispetto al know tecnico ingegneristico che caratterizza i lotti più sopra analizzati. Sommando il ricavo annuo minimo potenziale per ciascun dipendente incluso nel ramo si ottiene il totale di ricavi annui potenziali generabili dal personale pari ad € 53.709.

QUALIFICA	COSTO LORDO ANNUO	Riduzione in relazione alla tipologia di Know how	RICAVO ANNUO MINIMO POTENZIALE SULLA BASE DEL COSTO LORDO	NOTE
Responsabile Operativo	199.267	50%	0	Cesserà il 31.03.2019
Contabile ciclo attivo/passivo	0	50%	0	Pensione
Contabile cont. generale e personale	61.856	61.856	30.928	
Servizi Generali	45.562	45.562	22.781	
Responsabile Branch Estera Algeria	145.592	0	0	Cesserà il 31.03.2019
TOTALE		107.418	53.709	

Per stimare il valore del ramo d'azienda, si è applicato al dato dei ricavi annui minimi potenziali pari ad € 53.709 il coefficiente P/S con valore di 1,03, ricavato dal database A.

Damodaran aggiornato al mese di gennaio 2019.
Moltiplicando il coefficiente reddituale così
individuato per il reddito medio stimato si
ottiene un valore del lotto pari ad € 55.320.

$$\begin{aligned}\text{Valore del ramo} &= \text{Ricavo stimato} \times P/S \\ &= 53.709 \times 1,03 = 55.320\end{aligned}$$

**"Lotto unico" costituito da dipendenti dei 3 rami
d'azienda e relativo know how, marchio storico e
cespiti della sede italiana.**

Dipendenti e Know how

Nel caso di vendita unitaria dei tre rami
d'azienda più sopra individuati il valore dei
dipendenti e del know how connesso può essere
determinato come somma del valore stimato per i
tre singoli rami.

Ramo d'azienda	Valore
Progettazione di linee elettriche n.10 dipendenti	744.991
Progettazione di stazioni elettriche e cantieri esteri n.9 dipendenti	374.271
Funzioni di staff, amministrazione e qualità n.5 dipendenti	55.320
Totale valore componente dipendenti	1.174.582

Dal valore così determinato andranno scomutate le passività relative al personale dipendente del ramo maturate antecedentemente alla cessione del lotto (quali gli oneri per TFR), qualora il potenziale acquirente decidesse di accollarsi il relativo debito.

Si precisa anche in questo caso che il valore così determinato rappresenta un valore teorico, da considerare unitamente ad elementi di salvaguardia occupazionale e risparmio collegato al mancato sostenimento di oneri per l'interruzione dei rapporti di lavoro.

Marchio, referenze - certificazioni e archivio progetti

Sulla base delle premesse di valutazione fatte per ciascuno di questi elementi si è ritenuto opportuno individuare una percentuale di royalty da applicare alla redditività media storica riscontrata, per stimare il valore congiunto di questi elementi intangibili che contraddistinguono l'immagine dell'impresa, in relazione all'operato passato.

Secondo il metodo dello "sgravio delle royalty", previsto dai principi internazionali di valutazione, il valore di un'attività immateriale può essere determinato facendo riferimento al valore degli ipotetici pagamenti delle royalty che si risparmierebbero con il possesso del bene, rispetto all'ottenimento di una licenza sull'attività immateriale da un soggetto terzo concedente. Gli ipotetici pagamenti delle royalty lungo la vita dell'attività immateriale sono rettificati per tener conto delle imposte e attualizzati per riflettere il valore attuale alla data della valutazione.

Nella valutazione in oggetto occorre considerare che:

- il marchio registrato ha una durata residua sino al 2020, poi andrà nuovamente registrato dall'acquirente;
- come evidenziato dalla curatela nello stato Italiano non esistono progetti in corso d'opera e neppure poste attive ancora da realizzare per progetti conclusi;

- la riapertura di filiali estere, dove sono ubicate le branches di SAE, comporta ingenti costi e tempi molto lunghi.

Tasso di royalty

Il tasso di royalty è stato individuato sulla base del criterio degli standard di settore, che fa riferimento alla royalty prevalente per transazioni comparabili. Nel settore in oggetto la distribuzione dei tassi di royalty è concentrata nel range tra 0% e 5% (E. Vasco, La valutazione dei beni immateriali nelle PMI.)

Il dato individuato dal sottoscritto pari ad 0,7%, è dovuto alla ponderazione delle caratteristiche specifiche di settore e d'impresa seguenti:

- assenza di barriere all'ingresso;
- ridotte quote di mercato dell'impresa nel settore;
- assenza del possesso di tecnologie esclusive e conoscenze prevalentemente legate al personale;
- riproducibilità degli intangibles oggetto di misurazione;
- situazione economica d'impresa sopra descritta.

Fatturato medio

Nel 2018 l'azienda ha rallentato significativamente la propria attività. Il dato annuo 2018 stimato sulla base del risultato del primo semestre 2018 è di per se distorsivo per il calcolo della media storica. Per eliminare tale distorsione si è effettuato un calcolo ponderato della media dei ricavi storici, facendo concorrere il dato del 2018 in proporzione inferiore. Nello specifico il fattore di ponderazione per il 2018 è stato ottenuto rapportando i ricavi 2018 in cui l'azienda non opera a regime pieno con i ricavi più prudenziali relativi al 2015 in cui invece l'azienda operava a regime.

	2015	2016	2017	2018	TOTALE
Ricavi annuali	10.588.844	16.761.855	14.306.365	2.925.100*	44.582.164
Fattore di ponderazione	1	1	1	0,28**	3,28
Media ponderata ricavi	13.607.707 = 44.582.164/3,28)				
* dato ottenuto rapportando i ricavi del semestre 2018 all'intero anno					
** dato ottenuto rapportando i ricavi 2018 in cui l'azienda non opera a regime pieno con i ricavi più prudenziali relativi al 2015 in cui invece l'azienda operava a regime					

Orizzonte temporale

L'Orizzonte temporale di valutazione è di 4 anni in relazione al periodo di riferimento di misurazione dei ricavi.

Tasso

Il tasso di attualizzazione di un'attività rischiosa è costituito da due elementi: il compenso per il decorrere del tempo (componente finanziaria) e compenso per il rischio (componente specifica).

Concettualmente:

$$i=r+s$$

dove:

"r" è il tasso di rendimento free risk, cioè la remunerazione finanziaria d'investimenti "senza rischio" (tipicamente titoli di Stato);

"s" invece rappresenta il premio per il rischio legato all'investimento.

Il tasso di remunerazione (i) utilizzato nel caso di specie è determinato sulla base:

- della media del Rendistato annuale 2018, che al netto della ritenuta fiscale del 12,5% è pari all'1,66%;

- dell'Equity Risk Premium medio Italiano al mese di gennaio 2019 pari rispettivamente al 9,02% (Fonte A. Damodaran);

$$i = 1,66\% + 9,02\% = 10,68\%$$

Il tasso di attualizzazione emergente è pari al 10,68%. A tale tasso si sconteranno i flussi di reddito attesi nei prossimi 4 anni stimati.

Stima valore del marchio, delle referenze e dell'archivio

Applicando la royalty individuata del 0,7% al dato medio storico di fatturato di 13.607.707, si ottiene il reddito lordo medio stimato di 95.254. Viene quindi calcolato il reddito al netto della componente fiscale del 27,9% (IRAP+IRES). Attualizzando il reddito medio netto stimato conseguibile nell'orizzonte temporale individuato di 4 anni al tasso individuato pari a 10,68% si ottiene il valore degli elementi intangibili pari ad € 207.147.

Media ponderata ricavi	13.607.707
Royalty media	1,5%
Reddito medio	95.254
Onere fiscale (IRAP+IRES)	27,9%
Reddito netto	68.678
tasso	10,68%
w	207.147

Valore dei cespiti presso la sede italiana

Il sottoscritto ha verificato la perizia di stima predisposta dall'IVG di Monza riportante un valore pari ad € 8.000.

Si è verificato il contenuto della perizia ed il metodo di valutazione dei cespiti rinvenuti, non rilevando eccezione alcuna sul valore riportato in perizia.

Alla luce di quanto sopra si conferma il valore individuato nella perizia dell'IVG per i cespiti situati presso la sede italiana di SAE, al fine della determinazione complessiva del valore del lotto unico.

Valore del ramo d'azienda lotto unico

La somma del valore di tutte le componenti sopra indicate porta all'individuazione di un valore d'azienda pari ad € 1.174.582.

Know How e Dipendenti	1.174.582
Marchio, referenze e archivio storico	207.147
Cespiti della sede Italiana	8.000
Totale	1.389.729

Valore dei singoli rami d'azienda con dipendenti

Il lotto 3 è costituito prettamente da dipendenti con funzioni amministrative interconnesse alle funzioni svolte da altri lotti. In ipotesi di alienazione separata, in relazione all'assenza di manifestazioni di interesse per il lotto ed al carattere generale delle competenze delle risorse, appare plausibile un minor valore dei ricavi potenziali annui. In conseguenza di ciò si ridetermina il valore potenziale dei ricavi annui di questo lotto in misura pari al 30% dei costi lordi, così come segue:

QUALIFICA	COSTO LORDO ANNUO	RICAVO ANNUO MINIMO POTENZIALE SULLA BASE DEL COSTO LORDO IN IPOTESI DI VENDITA SEPARATA	NOTE
Responsabile Operativo	199.267	0	cessa 31.03.2019
Contabile ciclo attivo/passivo	0	0	pensione
Contabile cont. generale e personale	61.856	18.557	
Servizi Generali	45.562	13.668	
Responsabile Branch Estera Algeria	145.592	0	cessa 31.03.2019
TOTALE	452.277	32.225	

Moltiplicando il nuovo valore per il rapporto P/S pari a 1,03 emerge un valore stimato del lotto separato pari a € 33.192.

Il lotto 2 è costituito prettamente da dipendenti con età media avanzata. In ipotesi di alienazione separata, in relazione all'assenza di manifestazioni di interesse per il lotto, appare plausibile un minor valore dei ricavi potenziali annui di questo lotto separato, rispetto al caso in cui la funzione stessa sia integrata nel complesso d'azienda. In conseguenza di ciò si ridetermina il valore potenziale dei ricavi annui di questo lotto in relazione all'età dei componenti, così come segue:

QUALIFICA	COSTO LORDO ANNUO	RICAVO ANNUO MINIMO POTENZIALE SULLA BASE DEL COSTO LORDO	% SVALUTAZIONE IN RELAZIONE ALL'ETÀ
Progettista Sottostazioni	101.491	5.075	95%
Progettista Sottostazioni	85.632	8.563	90%
Project Manager Sr	67.604	507	97%
Responsabile Branch Estera Benin	125.213	12.521	90%
Responsabile Branch Estera Ghan-Togo	143.203	21.480	85%
Supervisore mezzi e attrezzature di costruzione	72.889	72.889	
Capo Cantiere Tanzania	100.582	5.029	95%
Responsabile Amministrativo Branch Estera Ghana	104.094	104.094	
Responsabile Amministrativo Branch Estera Tanzania	99.993	99.993	
TOTALE	900.701	330.152	

Moltiplicando il nuovo valore per il rapporto P/S pari a 1,03 emerge un valore stimato del lotto separato pari a 340.056.

Inoltre, laddove i singoli rami d'azienda identificati sopra nel lotto unico venissero alienati separatamente, ciascuno degli stessi rami dovrebbe rinunciare alla propria parte delle referenze e dell'archivio storico. Si rileva infatti, che nell'ipotesi di vendita separata dei lotti le referenze e l'archivio storico non sarebbero poste in vendita, restando in capo alla fallita.

Si ritiene pertanto opportuno scomputare, a titolo di minor avviamento di ciascun ramo d'azienda, la parte di referenze e archivio storico relativa a ciascun ramo, che non sarebbe alienata. Si è individuato quindi un valore delle referenze e dell'archivio storico pari ad € 103.573, attraverso la stima di dettaglio delle componenti intangibili riepilogata nel paragrafo seguente.

Per ripartire il valore degli elementi intangibili legati alle referenze e all'archivio storico associati a ciascun lotto si è proceduto in

proporzione al numero di dipendenti presenti in ciascun lotto. Si è così individuata la ripartizione teorica tra lotti con dipendenti del valore delle referenze e dell'archivio storico. Scomputando dal valore del lotto determinato sopra il valore delle referenze e dell'archivio stimati per ciascun ramo, si è individuato il valore rideterminato di ciascun lotto separato così come segue.

Inoltre, in relazione all'assenza di manifestazioni di interesse pervenute per il lotti 2 e 3, nonostante le pubblicazioni fatte e la ricerca di interessati, si ritiene opportuno un abbattimento del 25% del valore rideterminato.

Riassumendo tutto quanto sopra esposto la valutazione dei lotti qualora alienati separatamente è la seguente:

	N. dip.	Valore Lotto separato	Valore referenze e archivio ripartiti per lotto	Valore rideterminato escludendo uso referenze e archivio	Valore rideterminato in relazione all'assenza di manifestazioni interesse
Lotto 1	10	744.991	43.156	701.835	
Lotto 2	9	340.056	38.840	301.216	225.912
Lotto 3	5	33.192	21.578	11.614	8.711
Totale	24	1.174.582	103.573		

Dal valore così determinato andranno scomutate le passività del ramo relative al personale dipendente maturate antecedentemente alla cessione del lotto (quali gli oneri per TFR), qualora il potenziale acquirente decidesse di accollarsi il relativo debito.

Valore del marchio (Lotto 4)

Per individuare il valore del marchio occorre stimare la royalty di ciascun elemento intangibile, partendo dalla royalty dello 0,7% illustrata più sopra e connessa alla stima degli elementi intangibili presenti nel lotto unico.

In relazione alla riproducibilità delle informazioni contenute nell'archivio storico da parte del personale che ha partecipato ai lavori, all'assenza tra le conoscenze nell'archivio di brevetti o modalità di utilizzo di tecnologie esclusive, si ritiene che all'archivio storico possa essere assegnata una percentuale ridotta rispetto alle altre due componenti. Si assegna

pertanto all'archivio storico un tasso di royalty teorico dello 0,10%.

In relazione al numero ed alla tipologia delle referenze storiche si assegna invece alla componente referenze un tasso di royalty teorico dello 0,25%.

Per il marchio, che fra i tre elementi intangibili oggetto di valutazione appare la componente più consistente, perché costituisce il punto di contatto dell'impresa con il mercato, si individua un tasso di royalty teorico dello 0,35%.

In relazione a tale percentuale, si individua un valore stimato del solo marchio pari a 103.573.

5. CONCLUSIONI

Dall'analisi di dettaglio svolta sulla documentazione resa disponibile al sottoscritto, si riscontra:

- un valore del "lotto unico" **pari a € 1.389.729;**
- un valore del lotto 1 composto da 10 dipendenti e Know how collegato **pari a € 701.835;**
- un valore del lotto 2 composto da 9 dipendenti e Know how collegato **pari a € 225.912;**

- un valore del lotto 3 composto da 5 dipendenti e Know how collegato **pari a € 8.711;**

- un valore del lotto 4 composto dal marchio **pari a € 103.573.**

Si precisa inoltre che i valori così determinati rappresentano valori teorici.

Complessivamente la valutazione non può prescindere infatti dalla considerazione che l'acquirente del ramo d'azienda esercita anche una funzione di salvaguardia occupazionale, da valutare sul piano sociale ed etico. Inoltre, dal punto di vista delle procedura si generano esternalità positive dall'acquisizione dei rami d'azienda, dal momento che si riducono gli oneri connessi all'interruzione dei rapporti di lavoro individuati (oneri per TFR in caso di accollo, oneri di mancato preavviso etc.).

Pertanto eventuali scostamenti non significativi delle offerte presentate rispetto al valore teorico individuato dal sottoscritto non devono necessariamente costituire deterrenti alla possibilità di alienazione, dal momento che il

valore determinato non può evidentemente considerare i vantaggi economici e sociali indiretti illustrati.

Seregno, lì 26.02.2019

Dott. Riccardo Luigi Tofani

