

PERIZIA DI STIMA

Premessa

Il sottoscritto Clementi Muzio, Ragioniere Commercialista e revisore contabile, iscritto al collegio dei ragionieri e periti commerciali della giurisdizione del Tribunale di Prato al n.9, su incarico della società Borgosesia SpA corrente in Torino Via Pomba n.1 di seguito rende il proprio parere di stima circa il valore attribuibile al capitale economico di Tessitura Penelope SpA.

La società

La società venne costituita il 12 dicembre 1973

Ai sensi del vigente statuto sociale la società ha per oggetto “ -
l'attività di costruzione, ristrutturazione, gestione e compravendita di beni immobili e diritti reali immobiliari;

-le prestazioni di servizi per conto di terzi di qualsiasi genere e natura, escluse soltanto quelle per il cui svolgimento è obbligatoria l'iscrizione ad albi professionali;

-la rappresentanza ed il commercio per la vendita al dettaglio ed all'ingrosso di autoveicoli, motoveicoli, natanti e aeromobili, nuovi ed usati, materiali di ricambio ed accessori vari, in nome proprio e per conto terzi;

-la gestione, anche sotto forma di noleggio e/o rimessa, di autoveicoli, motoveicoli, natanti e aeromobili in genere, per qualsiasi uso e destinazione;

-la gestione di officina e carrozzeria per riparazione, modifiche e costruzioni di autoveicoli, motoveicoli, natanti e aeromobili in genere, per qualsiasi uso e destinazione;

-la gestione e conduzione di attività agonistica nel settore degli autoveicoli, motoveicoli, natanti e aeromobili, con l'organizzazione delle relative manifestazioni sportive, ivi comprese quelle storiche;

-l'attività di promozione nel settore automobilistico, motociclistico, nautico ed aeronautico attraverso l'assunzione e la concessione di contratti, tipici e non, di collaborazione a qualsiasi titolo, nonché attività pubblicitaria diretta e/o di intermediazione relativa con qualunque soggetto giuridico;

-l'assunzione e concessione di rappresentanze in genere di qualsiasi natura, di case nazionali ed estere, di rapporti di agenzia, di mandato e deposito;

-le attività affini e/o complementari a quelle in precedenza indicate.

La società potrà altresì compiere in via non prevalente le seguenti attività:

-l'assunzione di partecipazioni a scopo di stabile investimento e non di collocamento;

-il coordinamento tecnico-amministrativo delle società del gruppo di appartenenza;

-il rilascio di fidejussioni ed avalli e la concessione di garanzie reali sui beni sociali a favore di terzi, senza limitazione alcuna.

Essa potrà compiere tutte le operazioni commerciali, finanziarie, mobiliari ed immobiliari, necessarie od utili per il conseguimento dello scopo sociale.

Restano espressamente e tassativamente escluse dalle attività della società le seguenti attività di natura finanziaria:

-attività professionale riservata;

-la sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi art. 18 della legge 216/74 e successive modificazioni;

-l'esercizio nei confronti del pubblico delle attività di cui all'articolo 4, comma 2, della legge 197/91;

-l'erogazione del credito al consumo, neppure nell'ambito dei propri Soci, anche secondo quanto disposto dal Ministro del Tesoro con decreto 27 Settembre 1991, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale nx 227.

I soci

Il capitale della società ammonta ad € 156.000.

Lo stesso risulta essere così ripartito:

Tabella 1

Nominativo	Quote nominali	%
Gabbiano SpA	154.440	99,00
Bini Roberto	1.560	1,00
Totale	156.000	100

Prodotto e clientela

La società opera, attraverso la controllata Penelope SpA, nel settore della produzione di tessuti greggi.

Il mercato di riferimento di quest'ultima è prevalentemente domestico e la clientela è rappresentata da grossisti , dettaglianti e converter.

L'attività direttamente esercitata dalla società è di fatto limitata alla sola prestazione di servizi di coordinamento economico e tecnico a favore della stessa Penelope SpA.

Produzione e risultati economici

L'andamento della produzione, dei risultati economici e delle principali grandezze patrimoniali della società per il biennio 01/02 è il seguente (dati espressi in €):

Tabella 2

	2001	2002
PRODUZIONE	4.479,00	8,00
UTILE NETTO	663.449,00	1.209.918,00
EBITDA	-16.537,00	-20.670,00
PATRIMONIO NETTO	1.812.008,00	1.802.126,00
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	936.415,00	-1.962.567,00

L'andamento delle predette grandezze fatto registrare, nel medesimo biennio, da Penelope SpA su base consolidata, risulta essere il seguente (dati espressi in €):

Tabella 3

	2001	2002
PRODUZIONE	56.198.589,00	44.388.158,00
UTILE NETTO	1.706.426,00	573.004,00
EBITDA	8.086.643,00	5.099.252,00
PATRIMONIO NETTO	16.661.345,00	15.731.534,00
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	- 10.809.789,00	-10.758.410

Data di riferimento della stima e documenti presi a base per l'esecuzione della stessa.

La stima del valore economico attribuibile alla società è riferito a data corrente.

I documenti presi a base per l'esecuzione della stessa sono rappresentati dai bilanci della società relativi agli esercizi chiusi al 31 Luglio 2001 e al 31 Luglio 2002 nonché da quelli consolidati di Penelope Spa riferiti alle stesse date.

Si precisa che i bilanci sopra richiamati, con eccezione solo per quello consolidato di Penelope SpA al 31 luglio 2001, non sono stati oggetto di revisione da parte di terzi e sugli stessi il sottoscritto non ha compiuto accertamenti per verificare la veridicità dei dati esposti.

Il presente elaborato peritale risulta quindi condizionato dalla attendibilità dei documenti contabili sopra richiamati.

Metodologie utilizzabili nella valutazione del capitale economico

In via generale la dottrina suole individuare vari metodi attraverso cui pervenire alla stima del capitale economico.

Questi sono così riassumibili:

- **Metodo reddituale.**

La determinazione del capitale economico attraverso l'analisi reddituale è in sintesi esprimibile dalla formula R / I laddove R è il reddito medio prospettico producibile dall'azienda ed I è il tasso di capitalizzazione.

E' pacifico che la corretta applicazione della formula presuppone una corretta individuazione tanto del numeratore che del denominatore.

R, ossia il reddito medio prospettico, dovrebbe rappresentare il reddito medio che l'azienda è in grado di produrre in condizioni di normalità di mercato; è quindi un dato frutto sia di elementi storici che di valutazioni in ordine alle future potenzialità economiche della società.

Dal reddito medio prospettico devono essere esclusi tutti quei componenti di carattere straordinario quali le sopravvenienze, le plusvalenze, gli accantonamenti straordinari ecc.

Il reddito deve essere inteso al netto del carico tributario e, ovviamente, la scelta del tasso I deve essere coerente con il tipo di reddito attualizzato.

In buona sostanza, se quest'ultimo è al netto del carico tributario, il tasso I deve esprimere del pari un tasso di remunerazione al netto del carico tributario e viceversa.

Per quanto attiene alla scelta del tasso I, lo stesso deve intendersi come "*..... il tasso prospettico di remunerazione del capitale proprio giudicato soddisfacente nello specifico caso in esame*". Per la sua determinazione occorre individuare due componenti : un tasso base pari al rendimento degli investimenti a "rischio zero" ed una maggiorazione dello stesso per il rischio di impresa.

- **Metodo patrimoniale.**

Il metodo in questione mira ad attribuire al capitale economico un valore pari a quello del patrimonio netto contabile rettificato al fine di recepire maggiori o minori valori attribuibili alle immobilizzazioni tecniche e/o ad altri assets.

La evidenziazione di minus e plusvalenze latenti deve essere effettuata tenendo conto del relativo effetto fiscale.

- **Metodo misto reddituale - patrimoniale.**

Il metodo mira a ricercare un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente tanto l'aspetto patrimoniale che quello reddituale pervenendo ad una autonoma stima dell'avviamento.

Esso si basa sulla seguente formula:

$$W = K + a n \left[i' \times (R - iK) \right]$$

laddove:

K = valore patrimoniale o capitale netto rettificato

R = reddito normalizzato atteso per il futuro

n = numero definito e limitato di anni in cui verrà a manifestarsi il sovrareddito atteso

i = tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito e cioè della differenza (R - iK).

Per la determinazione dei singoli elementi della formula di base valgono le seguenti considerazioni:

K = è il capitale investito determinato con i principi accolti dal metodo patrimoniale;

R = è il reddito normalizzato atteso determinato con i principi utilizzati dal metodo reddituale;

n = è il numero definito di anni in cui si stima esistere il sovrareddito; in media viene accolta una misura ricompresa tra 5 e 10;

i = coincide con il tasso preso precedentemente a base per la capitalizzazione perpetua del reddito normalizzato;

i' = è il tasso reale di attualizzazione del sovrareddito da intendersi quale semplice compenso finanziario per il trasferimento di un valore qualsiasi dal tempo T_n al tempo T_0 ;

A fianco di tali metodi, la dottrina, in tempi più recenti è andata elaborando altri metodi di natura più prettamente finanziaria tra i quali, quello più noto e quello basato sulla attualizzazione dei flussi di cassa ossia il **Discount Cash Flow**

Sulla base di tale metodologia il valore del capitale economico viene derivato quale differenza tra il valore delle attività operative ed il valore di mercato del debito finanziario.

Il valore delle attività operative, a sua volta, viene fatto pari al valore dei cash flow attesi disponibili, scontati ad un opportuno tasso.

Il cash flow disponibile è calcolato aggiungendo al reddito operativo – al netto delle imposte teoriche – i costi che non generano uscite di cassa e sottraendo gli investimenti netti in immobilizzazioni e capitale circolante.

Il valore attuale dei cash flow attesi oltre il periodo esplicito di previsione è denominato valore residuo.

Per la stima di questo si è soliti scontare all'infinito il cash flow operativo dell'ultimo periodo ad un tasso di attualizzazione pari a quello usato per gli altri flussi ed eventualmente corretto da un coefficiente di crescita (g).

La scelta del metodo di valutazione

La scelta del metodo di valutazione risulta per lo più funzione della attività esercitata dalla società il cui capitale economico è oggetto di valutazione.

Quando questa è sostanzialmente coincidente col godimento di uno o più beni (es. società immobiliari o holding di partecipazione) sarà preferibile l'adozione del metodo patrimoniale mentre saranno preferibili il metodo reddituale o quello misto per società commerciali o industriali.

Chiaramente tutto ciò in via di principio essendo comunque ipotizzabile, ad esempio, l'adozione, in particolari casi, di metodi patrimoniali anche con riferimento a società non "di godimento" così come diffusa è l'adozione di metodi ricavati applicando variazioni più o meno rilevanti a quelli sopra commentati.

Unico limite alla scelta del metodo è rappresentato dalla possibilità di "verifica" del risultato attraverso lo stesso raggiunto.

In sostanza, per ritenere corretta la scelta operata risulterà necessario disporre di elementi che consentano di ritenere, fissato un "range" di oscillazione contenuto, attendibile il valore stimato

Nel caso specifico il sottoscritto, ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione del capitale economico della società facendo ricorso ad un metodo patrimoniale semplice.

In tale contesto, la evidenziazione delle plusvalenze latenti riferite alla partecipazione detenuta in Penelope Spa ha ovviamente imposto una preventiva valutazione del capitale economico di questa.

A tale scopo il sottoscritto ha ritenuto opportuno far ricorso al metodo del Discount Cash Flow utilizzando, come metodo di controllo, quello dei moltiplicatori.

La valutazione del capitale economico di Penelope SpA

Di seguito vengono illustrati i criteri presi a base per la determinazione dei singoli elementi utilizzati per pervenire alla determinazione del capitale economico attraverso il metodo prescelto.

La determinazione dei flussi di cassa attesi.

Alla costruzione dei flussi di cassa attesi il sottoscritto è pervenuto muovendo dalle seguenti “*assumption*”:

- Numero dei flussi considerati: sono stati presi in considerazione i flussi del prossimo quinquennio ritenendo che la determinazione di quelli eccedenti tale orizzonte temporale risultasse poco attendibile in quanto maggiormente poggiata su ipotesi non oggettivamente riscontrabili.

- Il tasso di crescita atteso: poiché il livello produttivo conseguito da Penelope SpA nell'ultimo esercizio ha risentito notevolmente di una negativa congiuntura di mercato i cui effetti, alla data corrente, paiono essersi sopiti, l'evoluzione di questo, per il prossimo quinquennio, è stata così ipotizzata:
 - Una crescita del 18% circa nel primo anno, in linea con quella ad oggi registrata;
 - Una crescita dell'11% e del 10% circa nel secondo e terzo anno, sostenuta dall'entrata in funzione, in tale epoca, di un nuovo impianto produttivo in Bulgaria la cui realizzazione, ad oggi, è già in avanzata fase di studio;
 - Una crescita del 4,5% circa nel quarto e quinto anno, in linea con la normale dinamica dei volumi di mercato.
- Le variazioni di circolante: sono state prese in considerazione le variazioni connesse a crediti e debiti commerciali nonché al magazzino. Una volta individuata, sulla base dei dati dell'ultimo triennio, una correlazione tra l'andamento di queste ed il volume di produzione, si è proceduto a simularne l'evoluzione. Per coerenza col metodo prescelto, non si è tenuto poi conto di variazioni di circolante influenzanti la posizione finanziaria netta che, quindi, si è assunta per costante nel quinquennio considerato.
- Gli investimenti: gli investimenti di ciascun anno sono stati fatti a quelli medi realizzati nell'ultimo quinquennio. Gli stessi rappresentano il 40% circa delle quote di ammortamento annue.

Sulla base di tutto quanto sopra, i flussi di cassa attesi per il prossimo quinquennio risultano così quantificabili (€/000):

1° anno	2° anno	3° anno	4° anno	5° anno
3.065	2.582	1.975	3.355	3.616

Il valore finale

Il valore finale della società, ossia quello fondatamente attribuibile alla società al termine del quinquennio esaminato, è stato fatto pari alla capitalizzazione dell'ultimo cash flow sulla base del tasso di attualizzazione utilizzato. Il tasso di crescita e quello inflattivo sono stati ritenuti, ai fini in questione, tra di loro coincidenti.

Conseguentemente, il valore finale è stato determinato in 54.704 mgI/€

Il tasso di attualizzazione e capitalizzazione

Il tasso di attualizzazione, coincidente con quello di capitalizzazione dell'ultimo flusso di cassa atteso, è stato ottenuto ponderando quello mediamente sostenuto sulle esposizioni bancarie (a breve e lungo termine) con quello destinato alla remunerazione del capitale proprio. Il primo è stato fatto pari 8,22% ed assunto, al netto del relativo carico fiscale, nella misura del 5,2%, mentre il secondo, ricavato maggiorando il tasso implicito di un rendimento a “rischio zero”, depurato dell'effetto inflattivo, in ragione di un “premio al rischio”, è stato così determinato:

Rendimento implicito BTP	4,45
--------------------------	------

decennale	
Tasso di inflazione accolto	-2.50
Premio al rischio	5,55
Tasso di remunerazione del capitale proprio	7.50

L'effetto di ponderazione dei tassi accolti risulta essere il seguente
(dati in €):

Posizione finanziaria netta	Mezzi propri	Tasso	Prodotto
10.758.410		5,26	56.589.236
	16.370.705	7.50	122.780.287
		6,61	

Sulla base dei dati come sopra ricavati, il valore economico di Penelope Spa può essere fatto pari ad **€ 40.960.590** risultante dalla differenza fra:

- La somma del valore attuale dei flussi di cassa annuali e di quello finale (€51.719.000)
- La posizione finanziaria netta (€10.758.410)

La verifica della stima

La stima del capitale economico di Penelope Spa, come sopra effettuata, è stata oggetto di verifica facendo ricorso al metodo dei moltiplicatori.

Tale metodo si poggia sulla determinazione del valore economico mediante l'applicazione, a predefinite grandezze economiche quali l'utile netto (E), il cash flow (CF) o l'Ebitda, di appositi moltiplicatori che il mercato "riconosce" a titoli quotati.

E' chiaro, peraltro, come ben difficilmente gli apprezzamenti compiuti dal mercato in relazione a società quotate, specie se a grande capitalizzazione, possono coincidere con quelli riferibili a realtà di più modeste dimensioni, i cui titoli non risultano quotati e a ristretta base azionaria ma, ciò non di meno, il metodo in questione consente di poter fornire, appunto, una seppur teorica verifica sulla bontà del risultato a cui si è pervenuti attraverso un metodo più "scientifico".

Premesso ciò, la verifica ha imposto preliminarmente la determinazione, con riferimento a Penelope SpA, dei seguenti indici:

P/E, ossia del rapporto tra il valore della società e gli utili netti annuali;

P/CF, ossia del rapporto tra il valore della società ed il cash flow prodotto su base annua;

EV/EBITDA, ossia del rapporto tra il valore della società, maggiorato della posizione finanziaria netta, e l'utile prima di imposte, interessi, svalutazioni ed ammortamenti;

P/MP, ossia del rapporto tra il valore della società ed il patrimonio netto contabile.

Precisato che tali indici sono stati ricavati utilizzando i dati di bilancio al 31 luglio 2002, i risultati ottenuti sono di seguito qui riportati:

P/E	P/CF	EV/Ebitda	P/MP
62,39	12,55	10,14	2,25

Tenuto conto che, come detto, il bilancio al 31 luglio 2002 di Penelope Spa risulta condizionato da una congiuntura particolarmente negativa ad oggi superata, i predetti indici, per coerenza rispetto alle finalità della presente stima, sono stati ricavati anche sulla base delle grandezze attese, in forza delle previsioni sopra accolte, per l'esercizio in corso.

I risultati così ottenuti sono di seguito qui riepilogati:

P/E	P/CF	EV/Ebitda	P/MP
33,57	9,59	8,66	2,11

A questo punto, si è proceduto alla selezione di un campione di società, quotate presso la Borsa Italiana, operanti nel comparto tessile ed al confronto dei medesimi indici con quelli da ultimo ricavati per Penelope Spa.

Il risultato ottenuto è così riepilogabile:

	P/E	P/CF	EV/Ebitda	P/MP
Penelope	33,57	9,59	8,66	2,11
Filatura di	5,80	2,90	5,16	0,57

Pollone				
Centenari & Zinelli	83,70	2,50	4,43	0,94
Linificio	55,30	4,4	5.89	0,57
Cucirini	Neg	5,5	2,10	0,52

Eccezion fatta per l'indice P/E, l'esame comparato sopra riportato porterebbe ad evidenziare come gli indici ricavati per Penelope risulterebbero superiori a quelli riconosciuti dal mercato a società operanti nello stesso comparto dei "semilavorati tessili".

Bisogna a questo punto sottolineare come gli indici esposti nella precedente tabella e riferiti al campione di società quotate risentono innegabilmente tanto della crisi del settore a cui in precedenza si è fatto riferimento che a quella, più generale, dei mercati azionari (la capitalizzazione dei titoli appartenenti al settore "tessile abbigliamento" presso la Borsa Italiana si è ridotta, tra il dicembre 2000 ed il settembre 2002 in ragione del 43,64%)

E che tali due fattori abbiano finito col penalizzare in maniera significativa i titoli del campione selezionato è provato dalla circostanza che, per tutti questi, l'indice P/MP sia inferiore ad 1: tutte queste società, in sintesi, varrebbero meno dei loro mezzi propri contabili ed alle stesse non verrebbe quindi riconosciuto nessun plusvalore latente!

Alla luce di ciò il sottoscritto ha quindi ritenuto opportuno effettuare l'analisi in parola non già sulla base delle attuali quotazioni di borsa

di società comparabili ma utilizzando stime effettuate in passato, con riferimento a queste, da soggetti indipendenti.

A tal riguardo, si è fatto uso delle indicazioni contenute nel prospetto d'offerta al pubblico predisposto da Filatura di Pollone all'atto della sua ammissione a quotazione.

Il confronto fra gli indici di Penelope e quelli di Filatura di Pollone, così acquisiti, è di seguito riepilogato:

	P/E	P/CF	EV/Ebitda	P/MP
Penelope	33,57	9,59	8,66	2,11
Filatura di Pollone (massimo della "forchetta")	26,80	14,60	Nd	3,40
Filatura di Pollone (minimo della "forchetta")	19.80	10.80	Nd	2.50

Alla luce di quanto sopra, pur con i limiti sopra richiamati, la verifica compiuta permette di ritenere attendibile il valore attribuito al capitale economico di Penelope Spa

La valutazione del capitale economico di Tessitura Penelope

Spa

Determinato quindi il valore attribuibile al capitale economico di Penelope SpA, di seguito viene illustrato il procedimento seguito per la determinazione del capitale economico di Tessitura Penelope SpA sulla base del metodo patrimoniale prescelto.

La individuazione delle plusvalenze latenti.

La plusvalenza latente riferita alla partecipazione detenuta in Penelope Spa, pari al 96% del capitale di questa, muovendo dal valore di € 40.960.590 come sopra attribuito al relativo capitale economico risulterebbe pari a:

Valore della partecipazione (€ 40. 960.590•96%) = € 39.322.166
Valore di libro della partecipazione = € 438.681
Plusvalenza latente = € 38.883.485

La determinazione del carico tributario differito

Poiché la valorizzazione dei due asset di proprietà sociale, nei termini sopra indicati, condurrebbe alla esposizione di una plusvalenza latente complessivamente pari ad € 38.883.485 circa ,

è ora necessario procedere al calcolo del relativo carico tributario differito attraverso un processo di attualizzazione di quello ordinario.

Considerato che:

- l'aliquota fiscale gravante la possibile plusvalenza, sulla base dell'attuale normativa, risulterebbe pari al 27,00%
- è comunque prossima l'introduzione nel nostro ordinamento di un regime di esenzione sulle plusvalenze realizzate, a determinate condizioni, da società commerciali

si ritiene congruo, ai fini in questione, utilizzare una aliquota del 10%.

Disponendo ora di tutti gli elementi necessari alla determinazione del valore attribuibile al capitale economico di Tessitura Penelope, questo può essere così quantificato:

Patrimonio netto contabile al 31/07/01 € 1.812.008
(più) Plusvalenza potenziale € 38.883.485
(meno) Carico fiscale differito € 3.888.348
Valore del capitale economico € 36.807.145

Conclusioni

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, il sottoscritto ritiene corretto stimare il capitale economico di Tessitura Penelope Spa, a data corrente, in **€36.807.145**

Prato, 17 Dicembre 2002