

Dott. Aldo Perriello

Dottore Commercialista
Revisore Contabile
Consulente Tecnico Tribunale

Corso Vittorio Emanuele, 111 - 84122 Salerno
Tel. 089/2580704 - Fax 089/2754543 - Email: aldo.perriello@tin.it
Partita Iva 03496800651 - C.F. PRRLDA64L31B555A

Relazione di stima del valore di azienda – "IperAlvi" Fasano

Relazione di stima del valore
dell'Azienda "IperAlvi" di Fasano

Eseguita dal

dott. Aldo Perriello

Sommario

Sommario	2
1 PREMESSA	4
1.1 OGGETTO DELL' INCARICO	4
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE	4
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO	4
2 L'IMPRESA ED IL SETTORE	5
2.1 NOTIZIE STORICHE E ATTIVITA' SOCIALE	5
2.1.2 Informazioni generali sull'impresa	5
2.1.3 Profilo della Società proprietaria	5
2.1.4 Composizione società proprietaria del ramo aziendale	6
2.1.5 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione	7
2.1.6 Attività svolta dal ramo aziendale	8
2.1.7 Struttura organizzativa del ramo aziendale	10
2.1.8 Ripartizione delle vendite per linee di prodotti	11
2.2 Struttura del mercato	13
2.2.1 Caratteristiche e dimensioni del mercato	13
2.2.2 Andamento storico e previsioni	13
2.2.3 Consumatori finali e loro comportamento di acquisto	15
2.2.2 Analisi della concorrenza	15
3 ANALISI DEI RISULTATI DELLA SOCIETA'	19
3.1 ANALISI STORICA	19
3.1.2 Corrispettivi lordi del periodo 2004-2009 distinti per reparto	19
3.1.3 Costi specifici del periodo 2004-2009	20
3.2 SOSTENIBILITÀ DEI PIANI	21
3.2.1 IPOTESI ASSUNTE	21
3.2.2 TREND STORICO E PREVISIONALE	23
4 DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATE	24
5 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO	24
6 METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO: DISCOUNTED CASH FLOW	25
6.1 Illustrazione delle caratteristiche del metodo	25
6.1.1 Note esplicative dei principali argomenti contemplati dal Discounted Cash Flow	27
6.2 Criteri di calcolo delle variabili inserite nella formula di calcolo del tasso di attualizzazione	29
6.2.1 Rendimento per investimenti rischiosi (Rm) e differenziale di rendimento rispetto all'investimento	

privo di rischio (Rm-Rf)	29
6.2.2 Tasso di interesse privo di rischio.....	31
6.2.3 Tasso di inflazione atteso.....	32
6.2.4 Coefficiente Beta	32
6.2.5 Tasso di crescita perpetuo "g"	32
6.2.6 Struttura finanziaria e costo dell'indebitamento netto	33
6.3 Applicazione della formula del WACC.....	33
7 VALORE FINALE E CONCLUSIONI	34
7.1 Valore dell'Azienda.....	34
7.2 Affitto del ramo aziendale - canone annuo.....	35

1 PREMESSA

1.1 OGGETTO DELL' INCARICO

Il sottoscritto Dott. Aldo Perriello, dottore commercialista iscritto al n. 609 sez. A dell'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Salerno, ha ricevuto in data 1/1/2010, da parte della Curatela del Fallimento Alvi S.p.A., l'incarico di procedere alla valutazione di un ramo aziendale di sua proprietà, avente ad oggetto la gestione di un ipermercato a marchio "IperAlvi" situato all'interno di un centro commerciale (denominato "CONFORAMA") sito a Fasano (BR) S.S. 16 Km. 859.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è diretta ad accertare il valore del ramo aziendale, comprensivo dell'avviamento, nell'ipotesi di cessione o di affitto, al fine di avere un valore di riferimento nelle trattative con potenziali acquirenti o affittuari.

Scopo del lavoro è, quindi, quello di determinare il valore di mercato dell'ipermercato di Fasano, intendendo per esso il prezzo ottenibile in una libera contrattazione fra parti consapevoli e disponibili, nel presupposto che si disponga di un congruo lasso di tempo per lo svolgimento delle trattative e la chiusura dell'accordo.

1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO

Al fine di individuare i flussi finanziari e reddituali privi, quanto più possibile, di elementi di straordinarietà, sono stati presi in considerazione i risultati di bilancio degli ultimi cinque esercizi chiusi antecedentemente alla data di fallimento della società (2004-2008).

La valutazione svolta si riferisce alla data di conferimento dell'incarico.

2 L'IMPRESA ED IL SETTORE

2.1 NOTIZIE STORICHE E ATTIVITA' SOCIALE

2.1.2 Informazioni generali sull'impresa

DATI GIURIDICI SOCIETÀ PROPRIETARIA				
Denominazione	ALVI S.P.A.			
Stato	-In liquidazione volontaria dal 19/12/2009 -Dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Sent. N. 81-2009 del 16/12/2009 G.D. Dott. Giorgio Iachia; Curatore: Dott. Tommaso Nigro			
Sede legale	NOCERA INFERIORE (SA) - Via Matteotti 13/19			
Iscrizioni	REA (sede legale)	SA-193248	Codice fiscale	01752190650
Capitale sociale	Sottoscritto	6.720.000	Versato	6.720.000
Amministrazione ante liquidazione	Sistema	Amm. Unico	Legale rappresentate	██████████ dal 22/2/2006

2.1.3 Profilo della Società proprietaria

La società proprietaria del ramo aziendale è stata fondata nel 1984 sotto forma di S.p.A., con la denominazione "La Supercandida S.p.A."; ha assunto l'attuale denominazione di Alvi S.p.A. a seguito di verbale di assemblea straordinaria del 10/11/1998 (Atto pubblico rogato dal Notaio Gustavo Trotta, Rep. N. 61019).

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

In data 19/11/2009 la Società, con atto di verbale assemblea straordinaria (Rep. 97763 del Notaio Gustavo Trotta), è stata posta in liquidazione volontaria, con nomina a liquidatore del Sig. [REDACTED] successivamente sostituito nella carica dalla Signora [REDACTED] già amministratore unico della Società.

In data 16/12/2009 la Società è stata poi dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Provvedimento n. 81/09, nominando Giudice Delegato il Dott. Giorgio Iachia e Curatore il Dott. Tommaso Nigro.

La società fino alla data del fallimento ha operato nel settore della Grande Distribuzione alimentare attraverso la gestione diretta di punti vendita e di piattaforme distributive a loro supporto (commercio all'ingrosso, deposito, lavorazione, trattamento ed imballaggio dei prodotti).

Al momento la società gestisce un ipermercato a Fasano, formante oggetto di valutazione in questa sede, è proprietaria di alcuni rami aziendali aventi ad oggetto la gestione di supermercati, e detiene partecipazioni in società operanti nel settore della Grande Distribuzione Alimentare.

2.1.4 Composizione società proprietaria del ramo aziendale

Il capitale sociale, pari a Euro 6.720.000, risulta così sottoscritto da parte dei soci:

Socio	Quota (Euro)	% su capitale Sociale
FINAVIL SRL	6.715.800	99,93%
7 CONTITOLARI (privati)	4.200	0,7%
TOTALE	6.720.000	100,00%

2.1.5 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione

Ipermercato "IperAlvi" inserito nel centro commerciale CONFORAMA				
Sede IPERMERCATO	Fasano (BR) Strada Statale 16, km. 859 CAP 72015 - R.E.A. BR-111497 (U.L. N. 188)			
Superfici disponibili (Mq)	Vendita: 4.000 di cui 3.500 alimentare	Magazzino/Servizi: 3.890	Carico/scarico esterni: 1445	Uso comune area parcheggio

Il ramo aziendale da valutare ha ad oggetto il commercio al dettaglio di generi alimentari e non alimentari (Ipermercato), operante all'interno del centro commerciale sito a Fasano (Brindisi) al Km 859 della Strada Statale 16.

È stato acquisito dalla Società Emmezeta Fasano S.r.l. (con sede in Vergiate, via Sempione n. 36, iscritta al Registro delle Imprese di Varese con n. 01261350746) con scrittura privata autenticata dal Notaio Rodolfo Brezzi in data 29 novembre 2001 (Repertorio n. 65609/7215).

Il valore del ramo aziendale acquisito, pari a complessive Lire 10.000.000.000, risultava così suddiviso fra le varie componenti:

Avviamento commerciale	Lire	6.411.149.070
Stigliature, attrezzature ed impianti di proprietà	Lire	363.487.330
Stigliature, attrezzature ed impianti in leasing	Lire	3.225.363.700

L'effettivo prezzo pattuito, pari a Lire 8.236.478.234, fu determinato sottraendo dal valore dei beni detenuti in leasing i canoni ancora a scadere, quantificati in Lire 1.763.521.766.

Il ramo di azienda acquisito è munito di Autorizzazione amministrativa n. 115 del 24/04/2001 rilasciata dal comune di Fasano per una superficie di vendita di Mq. 4.000.

A seguito dell'atto di compravendita è stato presentato al comune di Fasano, in data 30 novembre 2001, il Modello "Com 3" per il subingresso nell'esercizio (a carattere permanente) dell'attività di ipermercato, inserito all'interno del Centro Commerciale denominato "Emmezeta" (oggi "Conforama"), di cui Mq. 3.500 per l'esercizio di attività alimentare e Mq. 500 per attività non alimentare, ex tabella VIII.

L'ipermercato è munito di autorizzazione sanitaria n. 11-02 rilasciata in data 28 febbraio 2002 dal comune di Fasano (BR) in sostituzione dell'autorizzazione n. 68/99 rilasciata in data 22/10/1999.

In data 6/7/2006 è stato presentato al comune di Fasano nuovo Modello "Com 3", per segnalare la sostituzione dell'Amministratore unico, avvenuta con verbale di assemblea ordinaria del 22 febbraio 2006.

I locali ove è svolta l'impresa commerciale sono stati concessi in sublocazione dalla Società Emmezeta S.r.l., che li detiene in forza di contratto di leasing stipulato in data 20/05/1997 con Intesa leasing S.p.A..

La superficie interna dei locali adibiti alla vendita, alle lavorazioni, al magazzino ed ai servizi, è pari a Mq. 7.890; l'area esterna adibita alla movimentazione delle merci, è di circa 1445 Mq.

Alla società conduttrice è altresì concesso l'uso non esclusivo delle parti comuni del centro commerciale (parcheggio, ecc.).

Canone e durata del contratto di fitto

Il contratto ha una durata di 20 anni, a decorrere dal 1° dicembre 2001, e si rinnova tacitamente per altri nove anni in assenza di disdetta della conduttrice.

Il corrispettivo della sublocazione è stato pattuito nella misura dell'1,8% del fatturato del punto vendita, con un canone minimo garantito di Lire 400.000.000 per il primo anno, rivalutato dal 2° anno successivo del 75% dell'aumento dell'indice Istat del costo della vita per operai ed impiegati.

Il canone minimo garantito deve essere pagato semestralmente in via anticipata; l'eventuale eccedenza, fino all'1,8% del fatturato, entro tre mesi dalla chiusura di ciascun anno solare.

2.1.6 Attività svolta dal ramo aziendale

L'attività svolta dal ramo aziendale consiste nella gestione di un ipermercato, punto vendita al dettaglio che in base alla classificazione delle attività è definito come un esercizio non specializzato a prevalenza alimentare, con una superficie di vendita, in self-service, di oltre 2.500 metri quadri.

Il codice dell'attività economica svolta, secondo l'attuale classificazione (Ateco 2007), è il 47.11.10 (precedente classificazione: 52.11.1).

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

L'ipermercato, operante sotto l'insegna "IperAlvi", che, come innanzi riferito, ha una superficie di vendita di 4.000 Mq. (di cui 3.500 a destinazione alimentare), è collocato all'interno di un centro commerciale, denominato "CONFORAMA", in precedenza "EMMEZETA", sito in Fasano (BR).

Il Centro commerciale CONFORAMA è una struttura di complessivi 13.000 (al piano terreno), con prevalenza non alimentare.

Oltre all'ipermercato "IperAlvi" della grande distribuzione è presente il negozio *Conforama*, che si occupa di Bricolage e fai da te.

All'interno della Galleria commerciale sono inoltre presenti le seguenti tipologie di esercizi commerciali: bar, tabacchi/edicola, profumeria, negozi di abbigliamento (n. 5), parrucchiere per donna, gioielleria.

Al piano superiore è ospitata una mostra permanente dell'artigianato.

L'ubicazione dell'ipermercato Alvi nel centro commerciale costituisce un fattore di sicuro vantaggio.

Caratteristiche tecniche ed economiche del canale di vendita

Secondo la definizione del Ministero dell'industria e del Commercio, l'ipermercato è un esercizio di vendita al dettaglio organizzato prevalentemente a libero servizio, con pagamento all'uscita, con una superficie di vendita di almeno 2.500 metri quadri, disposto su un piano unico, con vasto assortimento di prodotti alimentari, localizzato in zone periferiche ed extraurbane, con presenza di adeguate aree di parcheggio.

Il punto vendita può essere isolato oppure essere inserito, come nel caso dell'IperAlvi, all'interno di Centri commerciali.

I centri commerciali aumentano la frequenza di visita dell'ipermercato poiché i negozi che ne fanno parte esercitano un potere di attrazione sul consumatore attraverso l'offerta di beni a notevole coinvolgimento emotivo ed in virtù della presenza di opportunità ristorative o di intrattenimento. Nel corso delle visite il consumatore abbina il bisogno ricreativo ed edonistico con quelli funzionali tipicamente soddisfatti dall'ipermercato.

Secondo indagini condotte sulle abitudini di frequentazione dei centri commerciali, risulta che la principale motivazione di visita di un centro commerciale di medie dimensioni è comunque quella di fare acquisti di tipo alimentare (ciò nel 45% dei casi).

Il punto vendita alimentare beneficia poi dei flussi di persone aventi un diverso scopo primario, quale quello di svago o di fare shopping di altro genere.

Gli ipermercati sono articolati in reparti (alimentare e non alimentare), ciascuno dei quali avente, rispettivamente, le caratteristiche di supermercato e di grande magazzino.

Negli ipermercati viene attuata una tecnica di vendita mista, a vendita assistita nel reparto dei freschi non confezionati, ed a libero servizio (self-service) nei reparti dei prodotti confezionati.

L'ipermercato persegue una politica di prezzo molto aggressiva, con bassi margini ed un'elevata incidenza e frequenza delle iniziative promozionali, al fine di aumentare il volume degli scambi. I consumatori dal canto loro privilegiano il canale di vendita per la convenienza dei prodotti nonostante la localizzazione periferica.

Il canale di vendita è entrato nella fase della maturità e necessita di continue spinte promozionali e di servizio per stare al passo delle esigenze della clientela.

2.1.7 Struttura organizzativa del ramo aziendale

L'impresa al momento del fallimento occupava n. 58 unità lavorative, di cui 1 impiegato con mansioni di direttore, 5 impiegati e 52 operai, di cui n. 36 con impiego part-time.

Il punto vendita dispone di n. 23 casse, di cui 18 operative.

Nella seguente tabella si riporta l'organigramma aziendale distinto per mansioni e settori di attività.

Personale dipendente

Settori	Dirigenti	Impiegati	Operai	Totale	Part-time
Amministrazione	1	0	2	3	0
Casse	0	1	23	24	21

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Non Alimentare	15,1%	15,3%	15,4%	16,3%	17,2%	17,7%
Carni Rosse	3,8%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Frutta & Verdura	5,1%	5,0%	5,5%	5,3%	4,7%	4,6%
Non Food Duro	1,9%	1,7%	2,9%	0,4%	0,4%	0,5%
Banco Al Taglio	6,7%	6,7%	6,4%	7,1%	7,2%	7,3%
Multiservice (fresco)	8,4%	9,0%	8,8%	8,6%	8,6%	8,8%
Surgelati	3,8%	3,6%	3,4%	3,5%	3,4%	3,3%
Latticini	0,6%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Latte Fresco	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Alimentare	42,5%	42,3%	40,1%	41,8%	40,9%	41,0%
Sacchetti	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Bollini (premi)	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Pane	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%
Carni Bianche	1,3%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestione Panetteria	2,6%	2,2%	2,3%	2,1%	2,2%	2,1%
Gestione Latticini	3,5%	3,1%	2,8%	2,7%	2,7%	2,3%
Gestione Macelleria	0,0%	3,0%	7,3%	7,2%	7,0%	6,7%
Gestione Pescheria	4,0%	3,9%	4,4%	4,2%	4,8%	5,0%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Corrispettivi lordi annui	9.250.853,75	12.038.253,72	12.566.405,77	13.822.988,82	15.233.819,86	16.724.457,23

2.2 *Struttura del mercato*

2.2.1 **Caratteristiche e dimensioni del mercato**

L'impresa opera nel settore del commercio al dettaglio in esercizi non specializzati con prevalenza di prodotti alimentari e bevande (47.11). In tale settore rientrano anche i Supermercati (codice 47.11.20), i Discount alimentari (codice 47.11.30), i Minimercati ed altri esercizi non specializzati di alimentari vari (codice 47.11.40) ed i negozi di commercio al dettaglio di prodotti surgelati (codice 47.11.50).

Il settore della **Grande Distribuzione Alimentare (GDA)** ricomprende solo ipermercati, supermercati, hard discount e altre grandi superfici specializzate con superficie superiore ai 250 Mq.

Secondo i dati diffusi dal centro studi di Unioncamere nel Bollettino bimestrale "Vendite flash" (n. 36 di novembre 2009), nell'anno 2007 ipermercati e supermercati (comprensivi di superettes) hanno generato un giro d'affari complessivo stimato in 85 miliardi di euro (dai 79 miliardi di euro del 2005), pari circa al 24.5% (dal 24% del 2005) dei consumi commercializzati sul territorio italiano.

Il mercato territoriale di riferimento è costituito dalla città di Fasano (BR), ove è localizzato il punto vendita, e dalle aree limitrofe su cui esercita attrazione commerciale.

2.2.2 **Andamento storico e previsioni**

Riguardo all'andamento delle vendite al dettaglio, gli ultimi dati ufficiali disponibili, forniti dall'Istat in data 26/01/2010, che riguardano il mese di novembre 2009, segnalano che l'indice destagionalizzato del valore del totale delle vendite al dettaglio ha registrato una variazione sostanzialmente nulla rispetto al precedente mese di ottobre e una diminuzione tendenziale dell'1,3 per cento rispetto a novembre 2008.

In termini congiunturali le vendite di prodotti alimentari sono aumentate dello 0,5 per cento mentre le vendite di prodotti non alimentari hanno segnato una diminuzione dello 0,2 per cento.

Su base annua (variazione tendenziale), rispetto a novembre 2008, si sono registrate riduzioni dell'1,7 per cento per le vendite di prodotti alimentari e dell'1,1 per cento per quelle di prodotti non alimentari.

Per quanto riguarda i prodotti del **Largo Consumo Confezionato** (che include i reparti: drogheria alimentare, bevande, freddo, fresco, cura degli animali, cura della casa e cura della persona), la **Grande Distribuzione Organizzata ha registrato nel V bimestre 2009, rispetto al V bimestre 2008, un leggero aumento del giro d'affari rispetto allo stesso mese dell'anno precedente: +1,6%**. Detta crescita del fatturato è la sintesi di un aumento delle quantità intermedie del 2,6% e di una riduzione dei prezzi (e quindi del costo della spesa) dell'1%, come spiega, ed illustra, l'Ufficio Studi di Unioncamere che ha curato l'indagine. Il ridimensionamento dei prezzi ha quindi favorito il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, che hanno positivamente reagito, incrementando le quantità di beni acquistate.

Guardando alla **Puglia** Unioncamere segnala nel medesimo periodo un aumento tendenziale del fatturato dei reparti del **Largo Consumo Confezionato** perfettamente in linea con quello medio italiano (+1,6%), dovuto però ad un aumento delle quantità per 1,5 e ad un aumento dei prezzi dello 0,1%.

Secondo l'Ufficio Studi di Unioncamere la caduta del costo della spesa in Italia ha origine, in questa fase, esclusivamente dai prodotti alimentari e riflette la normalizzazione dei prezzi rispetto ai forti rincari generati nel corso del 2008 dalle oscillazioni dei prezzi delle materie prime agricole ed energetiche.

Le categorie di prodotti che hanno maggiormente contribuito a spingere verso il basso l'indice di costo sono soprattutto quelli in precedenza interessati da aumenti esponenziali dei prezzi: pasta di semola (-10,5%), olio extravergine di oliva (-7,6%) e latte Uht (-6,1%), latte fresco (-6,2% anno su anno), le mozzarelle (-3,2%) e lo yogurt (-3,1%), i gelati in vaschetta (-6,4%), i gelati multipack (-4%) e i surgelati naturali a base di verdura e frutta (-1,5%).

Il settore alimentare manifesta le sue caratteristiche anti cicliche, come già avvenuto nel corso del 2008, attutendo l'impatto della crisi (in periodi connotati da una minore capacità di spesa - percepita o reale - si verifica una modifica del carrello della spesa della famiglia, a vantaggio della componente alimentare).

Essa potrebbe incidere maggiormente sui consumi alimentari nel corso del 2010 in considerazione dell'atteso incremento della disoccupazione.

2.2.3 Consumatori finali e loro comportamento di acquisto

L'impresa si rivolge principalmente ai consumatori privati, prevalentemente del settore alimentare, come esposto al precedente paragrafo 2.1.8, nella tabella riportante la composizione delle vendite dell'impresa per settori.

Le minori disponibilità di danaro dei tempi di crisi e la percezione delle prospettive economiche spingono il consumatore a fare acquisti sempre più ragionati.

Dall'analisi del mercato si evince un progressivo aumento del peso dei prodotti più a buon mercato, cosiddetti a marca privata, la cui quota di mercato è passata dal 12,7% del 2008 al 13,6% del 2009 (nel 2005 era l'11,8%).

La crescita dei prodotti di primo prezzo è avvenuta anche grazie alle oltre 10.000 referenze presenti nell'assortimento delle insegne della grande distribuzione ed al 90% dei consumatori italiani che, almeno una volta nel corso dell'anno, hanno dichiarato di aver acquistato prodotti a marca privata.

Da un'indagine sul comportamento del consumatore (curata da Episteme e presentata da Giampaolo Fabris) risulta che la maggior parte degli intervistati (71%) non solo non percepisca uno scarto di qualità tra i prodotti a marca privata e quelli industriali, ma che anzi reputino le private label una scelta razionale, all'insegna della maggiore convenienza. Le marche commerciali non sono più viste, pertanto, come marche economiche di serie B.

Nel periodo 2000-2008 le vendite del canale "hard discount" sono cresciute del +34,6%, quasi tre volte in più del totale della grande distribuzione, aumentate del 12,7%.

2.2.2 Analisi della concorrenza

Il sistema distributivo dei beni di consumo si sta sempre più evolvendo verso le forme della Grande distribuzione Organizzata.

In Italia i punti vendita del settore alimentare, organizzati nella forma della moderna distribuzione (Ipermercati, Supermercati, Superettes e Hard Discount), sono passati, secondo rilevazioni Istat, dai 13.810 del 1996 ai 20.195 censiti nel 2008 (+46,23%).

Nello stesso periodo, gli ipermercati sono aumentati da 173 a 401 (+131,79%) e i supermercati da 6.126 a 9.048 (+47,69%). I negozi tradizionali alimentari sono invece diminuiti da 206.673 a 173.000 (-16,29%).

In base a dati Nielsen in Italia nel 2008 il peso dei canali di vendita alimentare (Grocery) era il seguente:

- Ipermercati (>2.500 Mq) 26%
- Supermercati (400-2.500 Mq) 44%
- Superettes e Negozi tradizionali 30%

Secondo dati della Federdistribuzione (che utilizza una specifica nomenclatura dei punti vendita), in **Puglia** nel 2008, la rete distributiva moderna, era così composta:

- Ipermercati (>8.000 Mq) 7
- Ipermercati (4.500/7.999 Mq) 12
- Superstore mini-iper (2.500/4.999 Mq) 6
- Supermercati (400/2.999 Mq) 572
- Libero servizio (100/399 Mq) 1.576
- Discount 292
- Distribuzione alim. dettaglio 2.465
- Grandi superfici spec. non alim. 142
- Grandi magazzini 37
- Distribuzione non alim. al dettaglio 179
- TOTALE 2.644

E' da evidenziare che le imprese distributive, soprattutto quelle di grandi dimensioni, spesso aderiscono a centrali di acquisto, che definiscono i contratti con le grandi industrie.

Gli acquisti dei prodotti a "marchio privato" (non di marca), dei prodotti freschi e di quelli locali, vengono invece negoziati direttamente da parte delle imprese della GDO aderenti ai vari circuiti.

In media si stima (Fonte: IRI Infoscan) che le imprese distributive acquistino circa il 50% dei prodotti commercializzati attraverso le centrali di acquisto a cui partecipano.

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

Imprese distributive concorrenti sono unite, quindi, nelle centrali di acquisto per aumentare la loro forza contrattuale rispetto alle grandi imprese di produzione ed ottenere sempre migliori condizioni di vendita che consentano l'adozione di politiche di prezzi molto aggressive, in linea con le aspettative della clientela, sempre più attenta al fattore prezzo.

Il processo di liberalizzazione del commercio attuato a partire dal 1998 con il Decreto Bersani ha determinato oltre che una modernizzazione del comparto distributivo anche una sua forte concentrazione, con il progressivo rafforzamento delle principali catene distributive.

I principali concorrenti diretti dell'impresa nell'area territoriale di riferimento, tenendo conto dell'attrazione commerciale esercitata dalle città capoluogo di provincia e dalle dimensioni dei punti vendita, sono riportati nella tabella seguente.

Concorrenti per area e settore

Concorrenti	Città	Distanza	Alim.	Non alim.	Mq
Ipercoop	Brindisi	50 Km	X	X	12.000
Auchan	Brindisi	50 Km	X	X	12.000
SMA	Ostuni (BR)	20 Km	X		1.200
Penni Market	Fasano (BR)	0	X		1.000
Alter Discount	Fasano (BR)	0	X		1000
Eurospin	Fasano (BR)	0	X		1.000
MD Discount	Fasano (BR)	0	X		1.000
Iperfamila	Monopoli (BA)	10 Km	X		2.000

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

Iperspar	Monopoli (BA)	10 Km	X		2.000
Auchan C/O C. C.le Bari Blù	Bari	50 Km	X	X	12.000
Auchan	Casamassima (BA)	50 Km	X	X	20.000
Ipercoop (n. 3)	Bari	50 Km	X	X	10.000
Auchan	Taranto	50 km	X	X	12.000
Ipercoop	Taranto	50 Km	X	X	12.000

Punti di forza principali dell'IperAlvi di Fasano sono costituiti:

- dall'ubicazione, all'interno di un centro commerciale, ed in una città a forte vocazione turistica (principale attrazione lo Zoo);
- dall'apertura domenicale per tutto l'arco dell'anno.

3 ANALISI DEI RISULTATI DELLA SOCIETA'

3.1 ANALISI STORICA

3.1.2 Corrispettivi lordi del periodo 2004-2009 distinti per reparto

CORRISPETTIVI LORDI		Del 01/01/2009 al 30/11/2009	Proiezione 2009	2008	2007	2006	2005	2004
Codici	Settori							
510101000001	Scaff. Non Alim.	1.280.372,20	1.396.789,67	1.840.818,06	1.935.578,18	2.249.936,02	2.626.793,25	2.966.317,72
510101000001	Carni Rosse	324.028,77	353.485,93	310.183,20	584,66			
510101000001	Frutta & Verdura	435.359,04	474.937,13	599.054,80	689.587,86	734.314,63	722.609,64	763.856,03
510101000001	Non Food Duro	160.424,55	175.008,60	209.867,10	363.748,13	56.072,24	65.039,83	80.436,19
510101000001	Banco Al Taglio	567.612,47	619.213,60	803.110,67	806.577,36	986.043,88	1.097.180,05	1.220.617,24
510101000001	Multiservice	712.927,65	777.739,25	1.078.806,52	1.102.692,25	1.195.437,27	1.314.806,28	1.464.292,25
510101000001	Surgeati	322.752,41	352.093,54	428.925,12	424.829,78	480.913,41	522.226,55	560.013,41
510101000001	Latticini	49.958,71	54.500,41	18.813,86	12.584,52	5.438,81	3.504,14	12.927,42
510101000001	Latte Fresco	38.972,62	42.515,59	46.221,55	39.053,95	39.249,45	43.730,04	34.621,91
510101000001	Profumeria	149,4	162,98	567,5	1,54			3.336,31
510101000001	Scaf. Aliment.	3.602.281,43	3.929.761,56	5.094.810,06	5.037.509,69	5.783.897,83	6.233.312,73	6.861.984,15
510101000001	Sachet	11.095,25	12.103,91	24.819,20	13.363,77	76,36	98,47	55,60
510101000001	Bollini	443,08	483,36	422,49	781,53	12.396,50	19.244,18	2.118,25
510101000001	Pane	9.173,85	10.007,84	16.532,98	30.953,04	46.764,62	58.040,37	49.542,79
510101000001	Carni Bianche	107.352,46	117.111,77	105.403,88		1,19	1,33	76,69
510101000001	Gestione Panetteria	217.125,94	236.864,66	264.439,42	283.623,93	289.166,55	332.893,22	351.716,41
510101000001	Gestione Latticini	300.357,42	327.662,64	367.383,10	349.015,83	373.835,13	404.542,49	381.189,90
510101000001	Gestione Macelleria	401,07	437,53	357.196,99	922.068,09	991.409,30	1.063.535,89	1.126.129,48
510101000001	Gestione Pescheria	338.849,26	369.653,74	470.875,12	553.849,66	578.035,63	726.261,40	844.144,82
510101000001	Gestione Ortofrutta	311,69	340,03					1.080,67
totale		8.479.949,27	9.250.893,75	12.038.253,72	12.566.405,77	13.822.988,82	15.233.819,86	16.724.457,23

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

3.1.3 Costi specifici del periodo 2004-2009

COSTI SPECIFICI		Dal 01/01/2009 al 30/11/2009	Proiezione 2009	anno 2008	ANNO 2007	ANNO 2006	ANNO 2005	ANNO 2004
Codici	Voci							
420101000010	ACQUISTI MATERIALE DI CONSUMO	7.569,59	8.251,19	717,68	212,93	130	89,02	13.309,19
430101000001	STIPENDI	687.406,37	788.699,37	797.699,93	762.422,95	711.534,57	723.459,65	720.242,15
430102000001	CONTRIBUTI INPS	196.940,03	225.960,20	228.953,58	223.094,69	212.902,75	223.187,96	217.873,95
430102000002	CONTRIBUTI INAIL					7.791,39	6.531,99	6.675,00
430103000001	ACCANT. T.F.A. DIPENDENTI						1.073,55	3.347,72
430150000002	PRESTAZIONI DI TERZI	70.707,39	77.195,33	154.309,96	112.164,64	78.920,82	98.915,41	102.542,38
430202000001	SPESE CONDOMINIALI	124.368,00	135.674,18	124.368,01	117.022,05	112.065,00	113.812,64	113.812,64
430202000002	SPESE VARIE		0,00		300,00	190,59		
430202000004	SIAE - ESATRI SPA - RAJ	691,81	754,70	27,9	27,35		951,86	932,33
430203000001	ENERGIA ELETTRICA	300.577,14	327.902,33	306.815,25	296.476,81	264.914,33	270.724,45	246.391,69
430204000001	GASOLIO RISCALD.-GRUPPO ELETTR.		0,00	692,19		663,60		
430204000002	GAS METANO	6.166,49	6.727,08	5.709,01	7.504,34	6.732,71	6.271,70	9.536,21
430205000001	TELEFONO	3.149,78	3.436,12	5.663,20	5.002,99	5.638,37	5.664,45	7.159,28
430206000001	SERV.VIGILANZA IMMOBILI	8.273,60	9.025,75	16.645,49	20.028,15	19.698,49	20.405,47	17.366,15
430206000004	SERV.VIGILANZA TRASP./CONTAZ.VALOR	8.499,30	9.271,96	2.020,72				
430207000001	SERVIZIO PULIZIA		0,00	11.000,00	26.400,00	24.600,00	20.800,00	19.200,00
430208000001	INCENDIO ED EVENTI SPECIALI		0,00		3.427,10	9.024,05	11.830,98	17.023,79
430208000002	ASSICUR. FURTO E RAPINA					141,94	149,73	441,44
430208000003	RESPONSABILITA' CIVILE		0,00		288,76	3.921,37	5.372,23	1.525,28
430209000001	SERVIZIO SMALTIMENTO RIFIUTI	2.449,38	2.672,05	8.347,52	6.697,52	6.400,16	5.164,60	5.681,06
430247000001	SANZIONI E PENALITA'		0,00	7.916,36				
430249000002	CANONI DI ASSISTENZA PERIODICA	13.511,75	14.740,09	13.171,96	8.864,00	6.907,00	5.562,48	3.481,68
430249000003	SERVIZI DI DERATTIZZAZIONE	263,4	287,35	175,6	87,8	263,4	87,8	263,4
430301000001	VOLANTINI		0,00		3.473,60		200,00	
430301000002	DISTRIBUZIONE VOLANTINI	21.655,00	23.623,64	49.504,04	36.326,20	40.526,80	41.123,20	49.972,60
430301000003	AFFISSIONI							3.868,00
430301000004	PUBBLICITA' RADIOFONICA		0,00	180,00		4.640,00		
430302000006	SPESE DI RISTORAZIONE	40	43,64	180	510		450	
430309000001	TRASPORTI C/TERZI SU VENDITE					1.548,00	3.874,00	
430309000004	ALTRE SPESE TRASPORTO		0,00		650,00			
430403000002	CONSULENZE COMMERCIALI		0,00	1.540,00				
430403000004	CONSULENZE DIVERSE	371,08	404,81	2.411,41	2.501,31	2.389,25	2.405,50	2.234,29
430405000001	SPESE POSTALI	8,4	9,16				1,24	4,34
430406000001	CANCELLERIA E STAMPATI	10,95	11,95	119,33	1.156,15	393,94	376,25	645,29
430406000002	NASTRI-TONER E SUPPORTI MAGNETICI	771,75	841,91	280	756,32		232,7	1.791,15
430407000001	MARCHE DA BOLLO E CAMBIALI		0,00	3,62		1,81	3,1	12,91
430450000001	AIRROTONDAMENTI		0,00		1,43	0,88	0,5	0,06
430502000001	MANUTENZIONE IMMOBILI COMMERCIALI		0,00	300				
430503000001	MANUTENZIONE ORDINARIA	13.798,77	15.053,20	22.390,57	30.068,73	39.789,41	38.605,70	29.136,69
430505000002	MANUTENZIONI MEZZI INTERNI		0,00	165,00	1.281,95	573,66	1.089,01	3.683,57
430520000049	MANUTENZ.ORDINARIA SU BENI DI TERZ	34.530,00	37.669,09	3.944,86	2.000,00	2.358,36	4.957,00	2.484,80
430601000001	AFFITTI IMMOBILI COMMERCIALI	226.754,52	247.368,57	226.754,52	222.846,45	223.501,95	245.593,33	269.176,13
430601000005	AFFITTI IMMOBILI CIVILI							1.200,00
430601000020	AFF.PER NOLEGGIO ATTREZZATURE					68,40	43,70	20,30
430702000006	LEASING FASANO						4.278,85	164.189,62
440301000001	BENI STRUMENTALI MINORI		0,00	2.079,38	1.688,31	18,25	120,42	2.337,17
450101000005	IMPOSTE REGISTRO		0,00	1.131,50				
450101000010	TASSA SMALTIM.RIFIUTI SOLIDI URBAN		0,00	78.803,00	78.805,00	68.483,72	68.483,72	61.483,88
450101000016	IMPOSTE/ACCISE SU ENERGIA ELETTRIC	146,01	159,28					
450101000049	IMPOSTE E TASSE DIVERSE DI GESTION		0,00	122,77				
460102000040	INTER.PASSIVI RT.PAGAMENTO	37,28	40,67	82,91	15,28	64,3	31,79	117,99
460102000047	ONERI DI LEASING							191,33
490303000001	SOPRAVVVENIENZE PASSIVE INDEUCIBIL		0,00	613,85	257,68			2,28
	totale	1.728.691,79	1.935.763,63	2.074.820,22	1.972.158,49	1.856.799,27	1.931.925,98	2.099.358,34

3.2 SOSTENIBILITÀ DEI PIANI

3.2.1 IPOTESI ASSUNTE

Tenendo conto del trend dei dati storici dell'impresa, dell'evoluzione futura della dimensione quantitativa del mercato e delle opportunità e delle minacce derivanti dai punti di forza e di debolezza, si ritiene che l'impresa possa ottenere nei prossimi 5 esercizi i risultati indicati nei piani previsionali sotto riportati.

Trovandosi in fase di fallimento la società proprietaria del ramo aziendale, a cui deve far seguito una fase di riorganizzazione, è stato seguito un approccio prudentiale nella previsione del fatturato aziendale, determinato in calo nel primo anno del 7% rispetto al fatturato medio conseguito nel quinquennio 2004-2008, per poi riprendersi fino a riportarsi, nell'ultimo anno di previsione analitica, ai volumi di fatturato già raggiunti nel 2004 dalla medesima impresa (Euro 15 milioni).

Per le medesime ragioni di cautela non è stato previsto il superamento di tali livelli di corrispettivi (netti) e non è stato ipotizzato un saggio ulteriore di crescita per gli esercizi successivi a quelli di previsione esplicita (dal sesto in poi).

Il processo di ristrutturazione dell'azienda non necessita di particolari tagli nei costi.

Il costo medio del personale riscontrato nei 5 anni precedenti è pari al 7,6% del fatturato dello stesso periodo, nella media del settore di appartenenza.

Il costo del personale, determinato per i primi esercizi sulla base dell'organico esistente ante fallimento, è previsto in aumento a partire dal 3° anno di previsione, per far fronte all'aumento del fatturato aziendale.

Il canone del fitto è legato alle pattuizioni contrattuali che prevedono una componente minima (fissa) ed uno spread pari alla differenza tra 1,8% del fatturato e detta soglia minima.

L'incidenza delle merci vendute viene previsto in progressivo miglioramento, passando dall'83% del primo esercizio all'81,5% del 5° esercizio previsionale (peso medio su cui convergono le principali fonti di informazioni: Istat, Mediobanca, Cerved).

Dott. Aldo Perriello

Dottore Commercialista
Revisore Contabile
Consulente Tecnico Tribunale

Corso Vittorio Emanuele, 111 - 84122 Salerno
Tel. 089/2580704 - Fax 089/2754543 - Email: aldo.perriello@tin.it
Partita Iva 03496800651 - C.F. PRRLDA64L31B555A

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

Il processo di ristrutturazione potrebbe determinare il sostenimento di investimenti in attrezzature, impianti e arredi, necessari, eventualmente, anche per attribuire maggior peso al non food, viste le notevoli dimensioni dell'ipermercato, tutto focalizzato sul settore alimentare, come un grande supermercato.

Sono stati pertanto previsti nuovi investimenti nel quinquennio per complessivi Euro 2.319.018, particolarmente concentrati nei primi 2 esercizi previsionali.

Le predette ipotesi alla base dello sviluppo previsionale dei dati, concorrono a definire i flussi di cassa effettivi necessari al calcolo del valore dell'azienda con il metodo finanziario del Discounted Cash Flow.

3.2.2 TREND STORICO E PREVISIONALE

TREND STORICO E PREVISIONALE DEI PRINCIPALI AGGREGATI ECONOMICI E FINANZIARI

Aggregati		Media 2004-2008	1° previsionale	2° previsionale	3° previsionale	4° previsionale	5° previsionale
VENDITE	Valore	12.754.539	11.861.722	12.336.190	13.816.533	15.198.187	15.350.169
	% Vendite	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	% Incr.	0,00%	-7,00%	4,00%	12,00%	10,00%	1,00%
Altri ricavi e proventi	Valore	0	0	0	0	0	0
	% Vendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	% Incr.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Valore della produzione	Valore	12.754.539	11.861.722	12.336.190	13.816.533	15.198.187	15.350.169
	% Vendite	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	% Incr.	0,00%	-7,00%	4,00%	12,00%	10,00%	1,00%
Costo delle materie consumate e dei servizi industriali	Valore	10.653.867	9.845.229	10.115.676	11.260.475	12.386.522	12.510.387
	% Vendite	83,53%	83,00%	82,00%	81,50%	81,50%	81,50%
	% Incr.	0,00%	-7,59%	2,75%	11,32%	10,00%	1,00%
Costo della manodopera	Valore	969.358	1.019.990	1.019.990	1.070.989	1.178.088	1.201.650
	% Vendite	7,60%	8,60%	8,27%	7,75%	7,75%	7,83%
	% Incr.	0,00%	5,22%	0,00%	5,00%	10,00%	2,00%
Altri costi di gestione (operativi)	Valore	1.017.654	874.401	874.401	835.486	753.257	729.695
	% Vendite	7,98%	7,37%	7,09%	6,05%	4,96%	4,75%
	% Incr.	0,00%	-14,08%	0,00%	-4,45%	-9,84%	-3,13%
RESULTATO OPERATIVO LORDO (EBITDA)	Valore	113.660	122.102	326.123	649.583	880.319	908.436
	% Vendite	0,89%	1,03%	2,64%	4,70%	5,79%	5,92%
	% Incr.	0,00%	7,43%	167,09%	99,18%	35,52%	3,19%
Ammortamenti e accantonamenti	Valore	279.324	338.633	400.314	434.855	472.851	511.226
	% Vendite	2,19%	2,89%	3,25%	3,15%	3,11%	3,33%
	% Incr.	0,00%	21,23%	18,21%	8,63%	8,74%	8,12%
REDDITO OPERATIVO NETTO (EBIT)	Valore	-165.664	-216.532	-74.191	214.728	407.469	397.210
	% Vendite	-1,30%	-1,83%	-0,60%	1,55%	2,58%	2,59%
	% Incr.	0,00%	0,00%	-65,74%	-389,43%	89,76%	-2,52%
Imposte su EBIT	Valore	38.738	38.727	45.588	121.022	188.478	186.298
	% Vendite	0,30%	0,33%	0,37%	0,88%	1,24%	1,21%
	% Incr.	0,00%	-0,03%	17,72%	165,47%	55,74%	-1,16%
REDDITO OPERATIVO DOPO LE IMPOSTE (NOPAT)	Valore	-204.402	-255.258	-119.778	93.706	218.991	210.912
	% Vendite	-1,60%	-2,15%	-0,97%	0,68%	1,44%	1,37%
	% Incr.	0,00%	24,88%	-53,08%	-178,23%	133,70%	-3,69%
INVESTIMENTI	Valore	279.324	593.086	616.810	345.413	379.955	383.754
	% Vendite	2,19%	5,00%	5,00%	2,50%	2,50%	2,50%
	% Incr.	0,00%	0,00%	4,00%	-44,00%	10,00%	1,00%
Flussi di cassa operativi	Valore	-204.402	-509.711	-336.274	183.148	311.887	338.384
	% Vendite	-1,60%	-4,30%	-2,73%	1,33%	2,05%	2,20%
	% Incr.	0,00%	0,00%	-34,03%	-154,46%	70,29%	8,50%

4 DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATE

Nell'esecuzione dell'incarico ci si è basati sui seguenti documenti:

- partitari del Centro di costo dell'IperAlvi di Fasano (Nr. 102700) dall'1/1/2004 al 30/11/2009 ;
- bilancio 2008 della Società Alvi S.p.A. in liquidazione;
- report Cerved del 08/01/2010 dei bilanci degli anni 2004-2008 di Alvi S.p.A. in liquidazione ;
- visura camerale di Alvi S.p.A. in liquidazione dell'8/2/2010;
- organigramma di Fasano;
- inventario delle rimanenze di magazzino del 30/11/2009 relativo al punto vendita di Fasano;
- inventario delle rimanenze di magazzino dell'11/01/2010 relativo al punto vendita di Fasano;
- copia del contratto di fitto;
- copia autorizzazione sanitaria;
- copia certificazione notarile relativa al contratto di acquisto di ramo aziendale;
- comunicazioni subingresso (COM 3);
- copia libro giornale 2009 (al 18/12/2009);
- prime note e report dei mesi di dicembre 2009, gennaio e parte di febbraio 2010, redatte dall'amministrazione del punto vendita di Fasano;
- contabilità del periodo post fallimento del punto vendita di Fasano;
- studi economico-finanziari.

5 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO

Le elaborazioni sono state eseguite sulla base dei predetti documenti e procedendo al riscontro della corrispondenza della prima nota aziendale con i dati della contabilità, al fine di rilevare le incidenze delle merci consumate nel periodo 16/12/2009-11/01/2010.

Non si sono rese necessarie particolari attività di due diligence non dovendo procedersi alla valutazione di elementi dell'attivo e del passivo, perché non formanti oggetto di futura cessione.

Si è proceduto invece autonomamente alla costruzione del budget economico-finanziario previsionale dei cinque esercizi successivi (sulla base del trend storico dei valori del punto vendita, delle medie di settore e su apposite interviste), necessario per l'applicazione del metodo di valutazione prescelto.

Sono state svolte più interviste con il Sig. ██████████, svolgente mansioni di direttore del punto vendita di Fasano e con il Dott. Enrico Lanzara, coadiutore della Procedura fallimentare per la gestione dell'ipermercato.

6 METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO: DISCOUNTED CASH FLOW.

6.1 Illustrazione delle caratteristiche del metodo

È stato adottato, come metodo principale di stima, il metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF), in quanto il più accreditato dalle moderne teorie aziendali e perché particolarmente indicato nella valutazione di singole aree di business dell'impresa, capaci di generare autonomi flussi di cassa.

Esso mette in relazione il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Il metodo del DCF è consigliato dai principi contabili internazionali (IAS 36) per la stima del valore d'uso (valore recuperabile attraverso i futuri flussi di entrate promananti dalla gestione, dall'uso, appunto) delle Cash Generating Units (CGU), ossia del più piccolo insieme di attività di un'impresa in grado di generare autonomamente flussi di cassa, nell'ambito della procedura di impairment test (test di deterioramento o di riduzione di attività) del valore di singole attività iscritte in bilancio (immobilizzazioni materiali e immateriali, compreso l'avviamento derivante da acquisizioni, nonché per partecipazioni in società controllate, collegate e joint ventures).

Il ramo aziendale formante oggetto di valutazione (ipermercato) costituisce a pieno titolo un'entità valutabile a sé stante, trattandosi di un'unità locale dell'impresa, dotata di un complesso di beni organizzati, e capace di generare flussi

di cassa autonomi rispetto ad altre attività o gruppi di attività svolte dalla Società proprietaria, ed è monitorato contabilmente come distinto centro di costo.

Per esso si dispongono elementi contabili dai quali desumere l'andamento dei ricavi e dei costi relativi all'unità locale e per sviluppare le relative previsioni.

Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro (nel periodo di previsione esplicita ed in quello del periodo successivo, definito valore finale) scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital o WACC*);
- la posizione finanziaria netta (data dalla differenza tra debiti finanziari, disponibilità finanziarie e titoli a reddito fisso prontamente liquidabili);
- il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*surplus assets*), non presenti, tuttavia, nella presente fattispecie e non inseriti nella formula.

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{FDCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+WACC)^n} - D$$

dove:

E = Valore di mercato del patrimonio netto o Equity

$FDCF_t$ = flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione esplicita;

$WACC$ = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

Terminal Value = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi operativi relativi agli anni da $n+1$ in poi (relativi cioè al periodo successivo a quello di esplicita previsione).

D = posizione finanziaria netta

6.1.1 Note esplicative dei principali argomenti contemplati dal Discounted Cash Flow.

- **FLUSSI DI CASSA OPERATIVI NETTI (FDCF, OVVERO FREE DEBT CASH FLOW)**

I flussi di cassa attesi hanno natura operativa e sono pertanto legati all'attività caratteristica della società. Partendo dal risultato operativo essi sono determinati come segue:

Risultato operativo (EBIT)

- imposte sul risultato operativo

= risultato operativo al netto delle imposte specifiche

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Flusso di cassa operativo netto (FDCF)**

- **VALORE FINALE**

Il terminal value, o valore finale, si ottiene attualizzando il flusso di cassa operativo, incrementato o diminuito del tasso di crescita perpetuo "g", al tasso del WACC dell'anno dell'ultimo consuntivo rilevato alla data di esecuzione della valutazione ridotto del tasso di crescita "g".

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FDCF}_n \times (1+g)}{\text{WACC} - g}$$

- **IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)**

Il costo medio ponderato del capitale, che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario, viene utilizzato per attualizzare i flussi di cassa previsti per il futuro.

Viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = COE \times E/(D+E) + COD \times D/(D+E)$$

dove:

$COD = i \times (1-T)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

COE = costo del capitale proprio;

D = debiti finanziari;

E = valore del patrimonio netto o *Equity*.

Il costo del capitale proprio (COE) è calcolato secondo la seguente formula:

$$COE = R_f + (R_m - R_f) \times \text{Beta}$$

dove:

R_f = tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento concesso da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;

$Beta$ = il coefficiente di rischio sistematico (differenziale di rendimento della specifica impresa, o se non quotata, di una o più società comparabili, o di un settore, rispetto a quello del mercato) assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;

R_m = rendimento che gli investitori richiedono per un investimento rischioso;

$(R_m - R_f)$ = tasso di rischio incrementale per l'investimento caratterizzato dall'assunzione del rischio di impresa.

• **I DEBITI**

Al fine di transitare dall'Enterprise Value (valore al lordo dei debiti finanziari netti) all'Equity Value (valore netto del patrimonio) occorre sottrarre dai flussi di cassa operativi attualizzati totali i debiti finanziari netti (o posizione

finanziaria netta), intesi come somma algebrica dei debiti finanziari, delle disponibilità liquide (cassa e banche) e dei titoli a reddito fisso, di pronta liquidità.

In questa circostanza E (Equity) ed EV (Enterprise Value) coincidono non esistendo debiti aziendali e valori finanziari attivi da cedere.

L'assenza di debiti, che spesso caratterizza la cessione di singoli rami di imprese, è imposto dalla legislazione per lo stato giuridico (fallimento) in cui versa l'impresa (la società) proprietaria del ramo aziendale.

Da un punto di vista applicativo, non si è fatta concorrere la componente del costo del debito (COD) nel calcolo del costo medio ponderato del capitale.

Nella presente valutazione si è proceduto alla stima del valore del ramo aziendale mediante attualizzazione dei flussi di cassa in base al solo costo del capitale proprio unlevered (COE).

Tale approccio, noto come APV (Adjusted Present Value) consente di calcolare il valore del ramo aziendale con una struttura finanziaria caratterizzata dalla totale assenza di debiti, interamente finanziata da capitale proprio, anche sotto un profilo prospettico di lungo periodo.

6.2 Criteri di calcolo delle variabili inserite nella formula di calcolo del tasso di attualizzazione

6.2.1 Rendimento per investimenti rischiosi (R_m) e differenziale di rendimento rispetto all'investimento privo di rischio ($R_m - R_f$)

Il rendimento atteso dall'investimento nell'impresa, comprensivo del rischio associato alla sua gestione, è stato considerato pari all'8,6%, sulla base delle seguenti considerazioni.

Mediobanca, nella sua pubblicazione "Dati cumulativi di 1893 società italiane", quantifica il costo del capitale come "il rendimento dei titoli di Stato a media-lunga scadenza aumentato di un premio al rischio di 3,5 punti".

L'Ufficio studi di Mediobanca, in risposta ad alcune osservazioni rivoltegli sulle modalità di costruzione degli indici nella pubblicazione "La borsa italiana dal 1928 – indice annuale dei corsi della Borsa italiana", evidenzia che nella prassi corrente si ritiene che il risk premium debba essere di almeno 3-5 punti.

Secondo un'indagine di Ambrosetti Stern Stewart Italia si rileva che nel 59% dei casi gli analisti finanziari di Borsa prevedono un premio al rischio del 3,5%.

Trattasi tuttavia di un'aspirazione (aspettativa) dell'investitore più che di una reale opportunità a lui offerta dal mercato, almeno se si guarda ai rendimenti medi annui della Borsa italiana dal 1928 al 30 aprile 2009, riportati nella predetta pubblicazione di Mediobanca.

Ovviamente, anche in un'ottica di lungo periodo, il rendimento è sempre legato ai tempi di ingresso e di uscita dall'investimento azionario.

Al riguardo possono essere presi in considerazione gli studi condotti dalla Banca d'Italia.

La Banca d'Italia nella relazione annuale per il 2008 (pag. 196) stima – sulla base del livello dei corsi azionari e delle aspettative sugli utili – che il rendimento nominale atteso richiesto per gli investimenti in azioni sia stato nel 2008 in media pari al 10,2%.

Al netto della ritenuta fiscale del 12,5% (applicato sulle partecipazioni non qualificate) il rendimento nominale netto atteso sui titoli azionari per il 2008 risulta essere dell'8,9%.

Il rendimento nominale atteso sui titoli di Stato decennali rilevato dalla Banca d'Italia per il 2008 è pari al 4,6%, da cui va sottratta la ritenuta fiscale del 12,5%, per giungere nel 2008 ad un rendimento netto pari al 4,0%.

Secondo l'Istituto il differenziale netto richiesto per l'investimento azionario rispetto a quello garantito dai titoli di Stato risulta quindi essere del 4,9%.

A causa della maggiore incertezza sulle prospettive reddituali delle imprese, seguita alla crisi finanziaria scoppiata nel mese di luglio del 2007, si è avuto un aumento del rendimento reale atteso sull'investimento in azioni, rispetto agli anni precedenti, e pari a oltre il doppio rispetto a quello mediamente registrato dagli ottanta.

Non risultano ulteriori interventi sul tema da parte della Banca d'Italia ma il quadro economico non risulta granché cambiato.

Relazione di stima del valore di azienda - "IperAlvi" Fasano

Il R.O.E. (Return on Equity), dato dal rapporto tra utile netto e patrimonio netto, che esprime la remunerazione del capitale proprio, presenta nel settore la seguente evoluzione media nel corso del periodo 2004-2008:

Fonte	2004	2005	2006	2007	2008	Media
MEDIOBANCA: Distribuzione al dettaglio (Cod. 47)	16,5%	7,5%	8,6%	10,6%	4,3%	8,3%

Analizzando i dati desunti dalle autorevoli fonti citate, quelli di carattere generale (che riguardano i rendimenti dei titoli azionari di tutti i settori) e quelli riscontrati nel settore, si ritiene congruo assumere come rendimento nominale netto (Rm) la media del valore espresso dalla Banca d'Italia (8,9%) e quello del settore della distribuzione indicato da Mediobanca (8,3%): Tasso Rm = 8,6%.

In tale guisa si tiene conto delle attese generali ed anche degli effettivi rendimenti sul capitale investito nel settore.

Il differenziale di rendimento (Rm-Rf) richiesto per l'investimento in investimenti caratterizzati dal rischio di impresa si ottiene sottraendo il tasso "Rf" riportato nel successivo paragrafo.

6.2.2 Tasso di interesse privo di rischio

Per la stima del tasso risk free è stato preso a riferimento il rendimento dei BTP decennali, al netto dell'aliquota fiscale.

In particolare è stato utilizzato il rendimento dei BTP decennale con scadenza 1/3/2020, collocato in data 27/11/2009 con un rendimento lordo del 4,01% (netto 3,51%) ed aventi a tutt'oggi un rendimento sostanzialmente costante.

Tasso risk free (al netto della ritenuta fiscale del 12,5%): 3,50%.

6.2.3 Tasso di inflazione atteso

Le previsioni di fatturato sono state fatte in termini reali, senza tener conto dell'inflazione, e, pertanto, dal tasso di attualizzazione nominale, occorre togliere l'inflazione attesa.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha determinato il tasso d'inflazione programmato in Italia per il 2010 nella misura dell' 1,5%.

L'inflazione rilevata in Italia dall'Istat per il 2009 (dicembre su dicembre) è stata dell'1%. Il tasso di inflazione medio annuo del periodo che va da gennaio 2003 (che già beneficia dell'ingresso nella moneta unica europea) a dicembre 2009 è stato pari 2,0%.

Il tasso di inflazione atteso è determinato in misura pari al tasso di inflazione programmato dal Governo: 1,5% (che coincide alla media dell'inflazione 2009 e di quella dei 7 anni precedenti).

6.2.4 Coefficiente Beta

Considerato lo stato di fallimento della società, per ragioni prudenziali, è stato applicato un coefficiente Beta pari a 1, nonostante per il settore alimentare, poco ciclico per la tipologia di bisogni che soddisfa, la volatilità dei rendimenti risulti meno marcata dell'indice generale (per le imprese di piccole dimensioni, con un normale livello di indebitamento, il Beta è stimato pari a 0,8 da JP Morgan nel dicembre del 2003).

6.2.5 Tasso di crescita perpetuo "g"

Sulla base delle interviste e delle analisi svolte nel corso dello studio dell'azienda emerge che il fatturato possa ulteriormente incrementarsi rispetto a quello stimato nell'ultimo anno di previsione esplicita (15 milioni).

Il fatturato indicato è tuttavia pari al massimo risultato raggiunto nel 2004 da parte dell'azienda, per cui un ulteriore, auspicabile, sviluppo dell'azienda dipenderà e dovrà essere appannaggio di chi subentra nell'attività; a ciò si aggiunge la circostanza, non trascurabile, dello stato di fallimento.

Pertanto, anche per ragioni prudenziali viene applicato un tasso di crescita, per gli anni successivi al quinto, pari a zero.

6.2.6 Struttura finanziaria e costo dell'indebitamento netto

Non vi è stato bisogno di rilevare il tasso di interesse sui debiti né l'incidenza fiscale (aliquota IRES) che avrebbe dovuto ridurre (con effetto scudo) il medesimo tasso, per giungere alla quantificazione del C.O.D., avendo assunto come ipotesi una struttura finanziaria composta dal solo capitale proprio, senza debiti.

6.3 Applicazione della formula del WACC

Determinazione tasso di attualizzazione

COSTO CAPITALE PROPRIO (COE)	7,10%
FREE RISK RATE (Rf)	3,50%
RENDIMENTO MEDIO TITOLI (Rm)	8,60%
PREMIO AL RISCHIO (ERP) = (Rm-Rf)	5,10%
BETA (Rischio oscillazioni rendimenti)	1,00
ERP PONDERATO	5,10%
Tasso di inflazione atteso	1,50%
COSTO CAPITALE DI TERZI (COD)	0,00%
TASSO INTERESSE SU DEBITI (C.O.D.)	0,00%
Aliquota fiscale	27,50%
Tasso al netto del risparmio fiscale	0,00%
STRUTTURA FINANZIARIA	
DEBITI FINANZIARI/(PATRIMONIO+DEBITI FINANZIARI)	0,00%
Costo medio ponderato del capitale (WACC)	7,10%
$(COE \times E/D+E) + (COD \times D/D+E)$	7,10%

7 VALORE FINALE E CONCLUSIONI

7.1 Valore dell'Azienda

Alla luce dei risultati ottenuti, delle precedenti considerazioni, che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, gli obiettivi, i limiti riscontrati, il metodo impiegato per la valutazione e le altre circostanze che su di essa hanno inciso, si ritiene che il valore attribuibile al capitale economico dell'azienda alla data di conferimento dell'incarico, in ipotesi di cessione, sia pari a Euro 3.239.425.

Si riporta di seguito la scheda riepilogativa del procedimento e dei dati assunti per la valutazione dell'azienda.

Riepilogo valutazione Azienda ALVI SPA - IPERALVI FASANO

Metodo utilizzato	Valore Azienda	FORMULA DEL METODO	Qualitativa sintetica del Metodo
Metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF)	€ 3.239.425	$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+WACC)^n}$	Metodo finanziario di valutazione, che prevede l'attualizzazione analitica al tasso WACC del flusso di cassa scontato (al lordo degli oneri finanziari) dei primi 5 anni e del Terminal Value lordo, della TV: $FCF_n \times (1+g) / (wacc - g)$.

DATI ASSUNTI e VALORE FINALE

TASSI DI ATTUALIZZAZIONE	Tasso Risk free	Rischio di mercato	Beta	Tasso di sviluppo (g)	CCF	COD (al netto dell'aliquota di imposta)	Struttura finanziaria D/(D+E)	WACC	
	3,50%	5,10%	1	7,10%	7,10%	0,00%	0,00%	7,10%	
FLUSSI DI CASSA	1° previsionale	2° previsionale	3° previsionale	4° previsionale	5° previsionale	g* (Tasso sviluppo anni successivi)	Totale flussi periodo previsione analitica		
Lordi (FCDF)	-509.711	-336.274	188.148	313.967	338.584	0,00%	€ (12.566)		
Scontati con WACC (DCF)	-475.921	-293.166	149.968	247.050	240.198	0,00%	€ (142.814)		
Terminal Value (TV)	Numeratore formule TV lordo a) FDCF del 5° x (1+g)		Denominatore formule TV lordo b) Wacc - g		Terminal Value lordo c) =a/b	Terminal value scontato d) =c/(1+WACC)^5			
	938.384		7,10%		4.798.973	€ 3.392.238			
VALORE FINALE		ENTERPRISE VALUE					€ 3.239.425		
		POSIZIONE FINANZIARIA NETTA					€ -		
		EQUITY VALUE					€ 3.239.425		

7.2 Affitto del ramo aziendale - canone annuo

In ipotesi di fitto dell'ipermercato di Fasano il canone annuale può coerentemente determinarsi applicando al valore dell'azienda sopra determinato il rendimento nominale lordo degli investimenti privi di rischio di analoga scadenza.

La riscossione del canone di fitto del ramo aziendale non sarebbe, infatti, soggetto all'alea imprenditoriale ove garantito da valida polizza fideiussoria bancaria o assicurativa.

Vengono al riguardo presi a riferimento i tassi dei BOT annuali; in particolare, il rendimento medio lordo delle 12 emissioni effettuate nel corso del 2009, come rilevato dalla Banca d'Italia, pari all'1,14%.

Pertanto, il canone annuale di fitto ritenuto congruo ammonta ad **Euro 37.000,00**.

In esso è contemplato l'uso di impianti, attrezzature ed arredi (in corso di inventariazione) e non anche il trasferimento delle merci in magazzino il cui valore dovrà essere separatamente individuato.

Salerno, li 24 febbraio 2010

In fede

Dott. Aldo Perriello