

Dott. Adriano Ficara  
Dott. Fabrizio Goia  
Dott. Gianrocco Dileo

Via Casalis, 49 – 10138 Torino  
Tel: 011.19468060  
segreteria@fgdassociati.it  
C.F. e P.IVA 11093300017

---

**STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA**

**DI**



***DOTT. FABRIZIO GOIA***

---

Il sottoscritto dott. Fabrizio Goia,

domiciliato in Torino, Via Casalis 49, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti per le circoscrizioni di Ivrea – Pinerolo – Torino e nel Registro dei Revisori Contabili

è stato incaricato con autorizzazione del Tribunale di Torino del 10.09.2024 dalla società [REDACTED]

[REDACTED] Liquidazione Giudiziale (RG n. 184/2024) Giudice Delegato dott.ssa Carlotta Pittaluga e Curatore dott. Dario Spadavecchia quale *esperto estimatore per il rilascio di un giudizio estimativo del complesso aziendale.*

Tenuto conto delle finalità della presente stima, il sottoscritto esperto, nell'espletamento del mandato conferitogli, si pregia di esporre quanto segue.

---

**SOMMARIO**

1	NOTIZIE DI CARATTERE GENERALE.....	4
1.1	La documentazione esaminata.....	4
1.2	Informazioni sul mercato di riferimento.....	4
1.3	Cenni sulla società .....	5
2	ANALISI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE .....	7
2.1	I metodi di valutazione .....	7
2.1.1	Il metodo patrimoniale semplice.....	7
2.1.2	Il metodo patrimoniale complesso .....	7
2.1.3	Il metodo reddituale .....	8
2.1.4	I metodi misti .....	8
2.1.4.1	Il metodo EVA (Economic Value Added) .....	9
2.1.4.2	Il metodo Discounted Cash Flow .....	9
2.1.5	Peculiarità dell'azienda oggetto di valutazione .....	10
3	DETERMINAZIONE valore dell'azienda.....	11
3.1	Introduzione .....	11
3.2	Assunzioni.....	12
3.3	Applicazione del metodo Customer Lifetime Value (CLV) .....	13
4	CONCLUSIONI.....	14

---

**ALLEGATI**

**Allegato n. 1 – Elenco appalti;**

**Allegato n. 2 – Bilancio di esercizio 2020;**

**Allegato n. 3 – Bilancio di esercizio 2021;**

**Allegato n. 4 – Bilancio di esercizio 2022.**

## 1 NOTIZIE DI CARATTERE GENERALE

### 1.1 LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

La documentazione che lo scrivente ha reperito ed utilizzato nel corso dell'indagine è la seguente:

- Contratti d'appalto in corso di validità;
- Contratti d'appalto receduti;
- Elenco dipendenti in forza alla data di liquidazione giudiziale;
- Dichiarazioni Redditi anni fiscali 2020, 2021 e 2022;
- Dichiarazioni Irap anni fiscali 2020, 2021 e 2022;
- Dichiarazioni IVA anni fiscali 2020, 2021 e 2022;
- Partitario clienti alla data di liquidazione giudiziale;
- Partitario fornitori alla data di liquidazione giudiziale;
- Bilancio di esercizio anni 2020, 2021 e 2022;
- Inventario del perito della procedura concorsuale.

### 1.2 INFORMAZIONI SUL MERCATO DI RIFERIMENTO

La società risulta attiva nel settore della gestione di servizi per la ristorazione, in particolare delle mense scolastiche.

Secondo le informazioni tratte (<https://altreconomia.it/mense-scolastiche-un-servizio-essenziale-nelle-mani-di-pochi/>) "il mercato è destinato a più di due milioni di studenti che ogni giorno pranzano nelle mense scolastiche italiane per un totale di 400 milioni di pasti – secondo i dati diffusi dall'Osservatorio della ristorazione collettiva (Oricon) – di cui 272 milioni vengono erogati da aziende private in appalto.

Dal 2022 le imprese della ristorazione scolastica sono in difficoltà a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime, tanto che il 9 marzo 2023, Confindustria Anir, l'associazione nazionale delle imprese della ristorazione, ha scritto al Governo chiedendo che "diventi effettivo l'adeguamento agli indici Istat dei prezzi dei contratti" e ha lanciato una manifestazione nazionale che si è svolta il successivo 23 marzo a Roma.

Inoltre, da un provvedimento dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, (Agcm, numero 28330/2020) sulla fusione Pellegrini-IFM, si evince che cinque aziende – Elixor Ristorazione, Camst, Cirfood,

---

*Sodexo Italia, Pellegrini-IFM – coprono una quota di mercato relativa alla ristorazione collettiva (scolastica, aziendale, ospedaliera) che va dal 45 al 70%, sebbene il dato preciso non sia disponibile.*

*Questa dinamica di concentrazione è in parte conseguenza delle gare pubbliche. A titolo di esempio, il comitato locale “Giù le mani dalle mense” di Arezzo evidenzia che “Il requisito per il capitolato d’appalto aretino 2020-2022 era l’aver gestito nell’ultimo anno e mezzo almeno la mensa di un Comune con più di 80mila abitanti, ma intorno ad Arezzo ci sono tante piccole municipalità e le aziende locali che le riforniscono non riescono neppure a partecipare, così anche questa volta ha vinto Elior, multinazionale francese, che da 30 anni ha in mano le mense di tutta la città. Delle 46 scuole con cucina interna ne sono rimaste solo 16. Nel 2019 volevano eliminare anche quelle rimaste, creando un centro di cottura unico, ma siamo riusciti a bloccare il provvedimento. Almeno per ora”.*

*A questo si aggiunge uno scarso investimento pubblico nelle cucine scolastiche: il ministero dell’Istruzione rileva come l’80,4% delle nuove scuole costruite tra il 2015 il 2019 non sia dotato di una mensa. E così le aziende puntano sui centri di cottura, che permettono di ridurre i costi di gestione e di personale.*

*A metà marzo 2023, i carabinieri del Comando per la tutela della salute, d’intesa con il ministero della Salute, nell’ambito di una campagna di controlli a livello nazionale, hanno svolto “verifiche ispettive” su 1.058 aziende di ristorazione collettiva operanti all’interno di mense scolastiche di ogni ordine e grado, dagli asili nido fino agli istituti superiori, sia pubbliche sia private. Tra le ditte controllate avrebbero evidenziato irregolarità in 341 (il 31%) con 482 violazioni penali e amministrative e conseguenti sanzioni pecuniarie per 240mila euro. Sono stati deferiti all’autorità giudiziaria 22 gestori ritenuti responsabili dei reati di frode e inadempienze in pubbliche forniture, come ad esempio la detenzione di alimenti in cattivo stato, la somministrazione di uova convenzionali anziché biologiche e prodotti congelati al posto di quelli freschi”.*

### 1.3 CENNI SULLA SOCIETÀ

Si riportano nel seguito le principali informazioni relative alla società:

- **Denominazione:** [REDACTED]
- **Sede:** [REDACTED]
- **Numero REA:** [REDACTED]
- **P.Iva:** [REDACTED]
- **Costituzione:** 25.10.2005;

- 
- **Durata:** 31.12.2050;
  - **Oggetto sociale [per quanto di interesse]:** gestione di servizi di ristorazione collettiva in ambito pubblico e privato: refezioni e mense scolastiche, aziendali, commerciali, socio-sanitarie, socio-assistenziali ed affini.
  - **Conferimenti:** Valore nominale di Euro 119.000,00;
  - **Organo Amministrativo:** Amministratore unico: [REDACTED] (già socio unico);
  - **Organo di controllo:** Revisore unico: [REDACTED];
  - **Proprietà:** [REDACTED] socio unico. [REDACTED]

---

## 2 ANALISI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

Tenendo in considerazione la molteplicità di approcci valutativi e la varietà delle metodologie di valutazione elaborati dalla dottrina, la prassi professionale individua diversi metodi di valutazione, di cui si dà nel seguito un breve cenno illustrativo.

### 2.1 I METODI DI VALUTAZIONE

#### 2.1.1 Il metodo patrimoniale semplice

Costituisce un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole parti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

Secondo tale metodo il valore dell'azienda è espresso come funzione del suo patrimonio netto e quindi detraendo il valore delle passività integrate e rettifiche da quello delle attività a loro volta integrate e rettifiche.

E' inserito nella valutazione, secondo questo metodo, anche il valore dei beni immateriali per i quali è consentita, per legge, l'iscrizione nel bilancio d'esercizio.

La differenza fra attivo rettificato e passivo rettificato determina il patrimonio netto rettificato.

#### 2.1.2 Il metodo patrimoniale complesso

Rappresenta un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, perché consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili, intesi come beni immateriali non capitalizzati ovvero non iscritti nel bilancio d'esercizio.

Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, di cui si possa effettuare la stima autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

---

### 2.1.3 Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione della capacità d'impresa di produrre reddito.

È infatti partendo dal reddito, opportunamente capitalizzato, che si giunge alla formulazione di un valore complessivo.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, vale a dire aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo devono essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale calcolo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Si poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni;
- c) attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

### 2.1.4 I metodi misti

Nel tentativo, con valenza prevalentemente pratica, di mediare tra i pregi dei criteri patrimoniale e reddituale, si giunge spesso all'utilizzo di metodi misti, che devono tenere nella dovuta considerazione tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale.

In tal modo il risultato della valutazione potrà riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali.

La mediazione tra i due criteri può avvenire secondo diverse modalità, tra queste si ricordano:

---

---

#### 2.1.4.1 Il metodo EVA (Economic Value Added)

Nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione.

Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti.

Esso, previa una particolare forma di normalizzazione del reddito contabile, misura la performance detraendo il costo di tutti i capitali investiti ovvero il sovra-reddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio.

Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

#### 2.1.4.2 Il metodo Discounted Cash Flow

L'approccio finanziario ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione.

La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto dei principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i flussi di cassa relativi alla gestione aziendale, e valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo. GMI

A seconda della prospettiva da cui si svolge l'analisi (asset side o equity side), il metodo finanziario può essere applicato in due varianti fondamentali:

- il metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF), basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa lordi di oneri finanziari (Free Cash Flows to the Firm), che consente di stimare il valore operativo dell'impresa;
- il metodo basato sui flussi spettanti agli azionisti (Free Cash Flows to Equity), espressi al netto degli oneri finanziari, in grado di stimare direttamente il valore del capitale economico.

A differenti configurazioni di flusso corrispondono diversi tassi di attualizzazione.

I flussi di cassa operativi devono essere attualizzati a un tasso che rifletta il rendimento-opportunità per tutti i conferenti di capitale, in proporzione alle contribuzioni relative delle diverse forme di finanziamento al totale della dotazione degli asset aziendali, mentre l'attualizzazione dei flussi netti spettanti agli azionisti deve avvenire ad un tasso espressivo del rendimento-opportunità di investimenti alternativi in capitale di rischio di imprese comparabili.

---

#### 2.1.5 Peculiarità dell'azienda oggetto di valutazione

La scelta del metodo di valutazione è funzione della concreta applicabilità dei metodi sopra delineati avuto riguardo alle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, alle finalità della valutazione stessa e alla disponibilità e all'attendibilità dei dati necessari per l'applicazione dei vari metodi.

Nel caso dell'azienda [REDACTED] fine di individuare il metodo valutativo più idoneo, si è tenuto conto dei seguenti elementi peculiari:

- la finalità della valutazione oggetto dell'incarico;
- la valutazione ha per oggetto un'azienda di una società in Liquidazione giudiziale cui non è stato concesso l'esercizio provvisorio e che non è stata concessa in affitto;
- [REDACTED] dispone di rilevanti appalti pubblici;
- risultano inapplicabili i metodi di valutazione di natura reddituale, non essendo disponibili budget previsionali, né altri supporti da cui desumere le dinamiche reddituali future;
- risultano conseguentemente inapplicabili i metodi di valutazione di natura finanziaria, non essendo neppure ipotizzabili cash flow previsionali, né altri supporti da cui desumere le dinamiche finanziarie future;
- risultano altresì inapplicabili i metodi di valutazione di natura patrimoniale, non essendo ricompresi nell'azienda né beni materiali particolarmente significativi, né beni immateriali (tra cui brevetti, né diritti di proprietà industriale, ecc.), se non il valore intrinseco del portfolio clienti.

### 3 DETERMINAZIONE VALORE DELL'AZIENDA

#### 3.1 INTRODUZIONE

La valutazione dell'azienda in esame è chiaramente funzione del valore intangibile del portafoglio clienti, consolidato dal compendio di cespiti che rendono l'attività generatrice potenziale di valore.

Pertanto, il perimetro dell'azienda è individuato nell'asset immateriale dell'avviamento di cui al portfolio clienti, nei cespiti oggetto di specifica valutazione in via di redazione da parte del perito, dott. Angelo Bono, e nel know-how personale dei dipendenti.

In proposito, secondo dottrina, il portafoglio clienti è strettamente correlato con il concetto di avviamento, inteso comunemente come *la capacità di un'azienda di generare un extra-profitto (nuova ricchezza incrementale), cioè l'attitudine concreta a produrre guadagni superiori rispetto alla media del settore di riferimento.*

Di per sé, il portafoglio clienti non è autonomamente contabilizzato in bilancio e non esiste una apposita voce dello stato patrimoniale che lo rappresenta, ma può essere segmentato e strutturato per:

- canale di vendita (consumer, industria, altro);
- tipologia di cliente (B2B o B2C);
- modalità di fornitura;
- tipologia di mercato di sbocco (grossisti o dettaglianti, distributori o dealers oppure clienti che operano sul mercato domestico o clienti esteri).

Il valore del portafoglio clienti, tuttavia, non può essere iscritto, a norma dell'OIC 24, quale avviamento quando sia generato internamente.

In questa sede, vista la limitatissima disponibilità di informazioni e lo stato di scioglimento giudiziale della società, si ritiene valevole quanto segue.

Per l'azienda in esame, in sede di cessione di azienda nel cui perimetro sia compreso il portafoglio clienti, si ritiene adatto (*rectius* adattabile) il metodo del *Customer Lifetime Value (CLV)* approssimato, secondo cui il valore attuale del cliente costante anche nel futuro:

$$CLV = A \times S \times G$$

dove:

- A = durata, in anni, del rapporto tra cliente e azienda;
- S = spesa media di un cliente all'anno;

- 
- G = guadagno percentuale.

Certo, i principali drivers normalmente adottati quali il tasso di abbandono dei clienti, il numero medio di acquisti nell'anno e la frequenza di acquisti nell'anno devono necessariamente essere semplificati sia alla luce del genere di attività condotta (i clienti sono entità pubbliche o a partecipazione pubblica che hanno assegnato l'appalto a seguito di specifico bando di gara), sia per la condizione concorsuale in cui versa. Fondamentali, pertanto, risultano le assunzioni dettagliate nel seguito.

### 3.2 ASSUNZIONI

Al fine di operare la stima del valore lo scrivente si è basato sulle seguenti assunzioni:

- giusta l'urgenza posta dalla curatela, si ritengono assunti tutti i dati forniti da questa senza aver compiuto verifiche di dettaglio. Ciò potrebbe risultare particolarmente incisivo per quanto attiene il fatturato potenzialmente generabile dai contratti attualmente non receduti dalle controparti che, secondo lo schema offerto dal Curatore e prodotto nell'**Allegato n. 1** risultano numericamente circa la metà del numero complessivo dei contratti in vigore alla data della dichiarazione di liquidazione giudiziale;
- le informazioni economiche patrimoniali utilizzate ai fini dell'applicazione del metodo *Customer Lifetime Value (CLV)* sono state tratte dai bilanci di esercizio 2020, 2021 e 2022, in quanto i dati ivi indicati rilevano a periodi di attività in continuità aziendale e i documenti risultano depositati (**Allegati n. 2, 3 e 4**);
- l'individuazione del fattore *sub A* della formula si assume in due anni (2025 e 2026), considerando ancora in essere tutti i contratti di appalto attualmente sospesi per effetto del processo liquidatorio della società;
- il fattore *S* viene individuato con il fatturato medio della società negli esercizi in esame (voce A1 di conto economico) ridotto del 50% al fine di circostanziare la perdita di quella clientela che ha esercitato il recesso contrattuale (41 contratti receduti su 85);
- il guadagno percentuale *G* è calcolato pari alla media dei tre anni del rapporto tra il valore di A-B di conto economico e la voce A1 (fatturato).

### 3.3 APPLICAZIONE DEL METODO CUSTOMER LIFETIME VALUE (CLV)

Sulla base di quanto evidenziato nel paragrafo che precede, i dati per individuare i fattori A, S e G sono i seguenti:

	2020	2021	2022	Media
Fatturato (fattore S)	8.560.799,00	11.896.405,00	12.821.602,00	11.092.935,00
		Fatturato medio rettificato (50%)		5.546.468,00
A - B	114.808,00	236.215,00	436.484,00	262.502,00
Guadagno percentuale (G)	1,34%	1,99%	3,40%	2,24%

Si ricorda che il fattore A risulta assunto pari a 2.

Da quanto sopra descritto deriva un valore CLV pari a:

$$CLV = A \times S \times G = 2 \times 5.546.468 \times 2,24\% = \text{Euro } 248.852$$

Arrotondato a **Euro 250.000**.

Si ricorda che il valore dell'azienda così determinato afferisce al seguente perimetro: asset immateriale dell'avviamento di cui al portfolio clienti, know-how personale dei dipendenti e cespiti oggetto di specifica valutazione in via di redazione da parte del perito, dott. Angelo Bono, attualmente valorizzati in Euro 188.500,00 come da comunicazione del Perito al Curatore in data 7.08.2024.

---

## 4 CONCLUSIONI

Alla luce delle verifiche condotte in funzione delle informazioni disponibili e attesa l'urgenza di valutazione necessaria per porre sul mercato l'azienda da parte della curatela, si ritiene che l'azienda [REDACTED] per come individuata e secondo le stime e assunzioni effettuate, possa essere valutata come sottoindicato.

$$EV = CLV$$

Si stima quindi che il valore approssimato dell'azienda in esame sia pari a

$$EV = \text{Euro } 250.000$$

Con osservanza

Torino, 23.09.2024

Dott. Fabrizio Goia