

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

Via Casalis, 49 – 10138 Torino

Tel: 011.19468060

[segreteria@fgdassociati.it](mailto:segreteria@fgdassociati.it)

C.F. e P.IVA 11093300017

---

**OMISSIS**

---

---

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 17.10.2024 dalla società [REDACTED] [REDACTED] in Liquidazione giudiziale (RG n. 272/2024) Giudice Delegato Dott.ssa Maurizia Giusta e Curatore Dott. Dario Spadavecchia quale *esperto estimatore, per il rilascio di un giudizio estimativo del complesso aziendale ovvero di un parere di congruità relativamente all'eventuale offerta irrevocabile pervenuta.*

Non essendo ad oggi pervenuta alcuna offerta per l'azienda alla Curatela e divenuto oramai necessario procedere con un tentativo di vendita mediante procedura competitiva, il sottoscritto esperto, nell'espletamento del mandato conferitogli, si pregia di esprimere il giudizio estimativo del complesso aziendale come segue.

## SOMMARIO

<b>1</b>	<b>NOTIZIE DI CARATTERE GENERALE E LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....</b>	<b>4</b>
1.1	OGGETTO DELLA VALUTAZIONE .....	4
1.2	SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E FONTI DI INFORMAZIONE UTILIZZATE .....	4
1.3	CENNI SULLA SOCIETÀ .....	5
<b>2</b>	<b>ANALISI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>7</b>
2.1	IL METODO PATRIMONIALE .....	7
2.2	IL METODO REDDITUALE.....	7
2.3	IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE. ....	8
2.4	IL METODO DEI FLUSSI FINANZIARI. ....	8
2.5	IL METODO DEI MULTIPLI.....	9
<b>3</b>	<b>STIMA DELL'ENTITY VALUE (EV) .....</b>	<b>10</b>
3.1	VALUTAZIONE DELL'ATTIVITÀ .....	10
3.1.1	<i>Valore attuale del reddito atteso.....</i>	<i>10</i>
3.1.2	<i>Il tasso di attualizzazione.....</i>	<i>12</i>
3.1.3	<i>Il valore del patrimonio netto .....</i>	<i>12</i>
3.1.4	<i>Il valore del capitale d'impresa .....</i>	<i>13</i>
<b>4</b>	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>14</b>

---

## 1 NOTIZIE DI CARATTERE GENERALE E LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

### 1.1 OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Oggetto della presente valutazione è l'azienda della società [REDACTED]

A tal fine si è proceduto alla valutazione del complesso aziendale costituente la società utilizzando criteri e metodi di comune accettazione da parte della dottrina e della prassi per determinare nel modo più corretto possibile il valore effettivo del patrimonio societario.

Si precisa che, nel valutare la Società, si è fatto riferimento alle seguenti ipotesi di base:

- la Società è valutata come azienda in funzionamento e non vengono ipotizzati sostanziali mutamenti di carattere gestionale;
- la valutazione si basa su previsioni e sviluppi ragionevoli senza tener conto del possibile verificarsi di eventi di carattere eccezionale;
- la valutazione si fonda sui dati di operatività dell'azienda in capo alla società, prima che fosse sottoposta alla procedura concorsuale di liquidazione giudiziale.

### 1.2 SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E FONTI DI INFORMAZIONE UTILIZZATE

Nello svolgimento dell'incarico lo scrivente ha fondato le proprie scelte e valutazioni con riferimento ai seguenti principi:

- *principio di neutralità*: la valutazione non deve essere influenzata da motivazioni "particolari" delle parti e pertanto la perizia deve possedere i requisiti di astrattezza e neutralità;
  - *principio di razionalità*: la valutazione deve essere condotta sulla base di schemi logici, chiari ed oggettivamente condivisibili;
  - *principio di dimostrabilità*: gli elementi utilizzati nella valutazione, ed i relativi risultati, devono essere attendibili e verificabili;
  - *principio di stabilità*: il risultato della valutazione non deve in alcun modo riflettere eventuali situazioni od elementi contingenti e normalmente eliminabili.
-

---

L'elaborazione della presente valutazione è stata effettuata sulla base di documenti e informazioni forniti dalla Società.

Si sono quindi potuti prendere in esame in modo particolare i seguenti documenti:

- bilanci con relative note integrative degli esercizi chiusi al 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 e al 31.12.2023 e regolarmente depositati al Registro delle Imprese;
- informazioni desunte direttamente dal Curatore della liquidazione giudiziale, che ha anche consegnato il bilancio di verifica infrannuale al 30.09.2024, i libri sociali, i mastri nonch  ordini e copia dei contratti.

È stata inoltre visionata la perizia estimativa dei beni mobili redatta dall'Ing. Marco Crepaldi.

I dati e le informazioni contabili sopra evidenziati sono stati esaminati criticamente ma non sono stati sottoposti a verifiche di carattere sostanziale; va comunque rilevato che, da quanto si è potuto constatare nei limiti dell'incarico, i documenti esaminati risultano conformi sia alle disposizioni di legge sia ai principi contabili di comune accettazione.

### 1.3 CENNI SULLA SOCIETÀ

Si riportano nel seguito le principali informazioni relative alla società:

---

**OMISSIS**

---

**OMISSIS**

---

## 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 cinque principali metodi di valutazione, vale a dire il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo finanziario, il metodo misto patrimoniale-reddituale e il metodo dei multipli.

### 2.1 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale consiste nella valutazione analitica del patrimonio aziendale, il quale viene assunto come parametro iniziale secondo i valori di funzionamento dell'azienda, dunque in base ai prezzi correnti di mercato.

Ai valori contabili vengono apportate tutte le rettifiche necessarie a riesprimere ogni elemento patrimoniale secondo il valore economico corrente alla data della valutazione: tali rettifiche, che siano in aumento o in diminuzione, vengono puntualmente imputate a ciascuno degli elementi dell'attivo e del passivo. Il risultato del suddetto procedimento esprime il valore dell'investimento che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

### 2.2 IL METODO REDDITUALE.

La valutazione del capitale economico d'azienda mediante il metodo reddituale si radica sulla relazione valore / redditività: l'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di produrre reddito, crea valore in quanto generatrice di risultati economici attesi positivi, di conseguenza il valore dell'azienda viene quantificato funzionalmente alla sua redditività.

L'obiettivo consiste nel valutare l'azienda come complesso unitario mediante la valorizzazione dei suoi flussi di natura economico – reddituale.

Il metodo reddituale parametrizza il valore dell'impresa (V) al reddito atteso (R), secondo la nota espressione  $V = f(R)$

---

L'adozione del metodo in esame richiede di precisare il tipo di funzione che lega V ad R, specificando se si tratta di una rendita perpetua o di una rendita limitata nel tempo, nonché quantificando parametri quali il reddito o i redditi attesi per il futuro e il tasso di attualizzazione degli stessi.

### 2.3 IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è uno dei maggiormente utilizzati nella stima del valore economico del capitale d'impresa in quanto ha il pregio di fondere i principi essenziali dei due metodi descritti in precedenza: esso consente, infatti, di tenere conto sia delle componenti patrimoniali del complesso aziendale, sia delle prospettive reddituali che sono concettualmente un elemento fondamentale del valore economico del capitale d'impresa.

Una significativa versione del metodo misto patrimoniale-reddituale è il cosiddetto metodo del valore medio, che definisce il valore economico del capitale d'impresa (V) come media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore attuale del reddito atteso calcolato con la formula della rendita perpetua (R/i). La formula è:

$$V = \frac{1}{2} (K + R/i)$$

L'espressione può anche scriversi:

$$V = K + \frac{1}{2} (R/i - K)$$

dove V è il valore del capitale economico, K è il patrimonio netto rettificato, R è il reddito medio atteso, i è il tasso di capitalizzazione che dipende dal rischio dell'investimento nell'impresa oggetto di valutazione.

$R/i - K$  è il valore di avviamento, inteso come differenza tra risultato della stima reddituale e valore patrimoniale, e può assumere valore positivo (goodwill) oppure valore negativo (badwill) nel caso di imprese non redditizie.

Quest'ultima formulazione evidenzia chiaramente che il capitale rettificato (K) viene maggiorato di metà della differenza ( $R/i - K$ ), ovvero di metà goodwill o badwill.

### 2.4 IL METODO DEI FLUSSI FINANZIARI.

Il metodo dei flussi finanziari considera l'impresa al pari di un qualsiasi investimento e ne calcola il valore attualizzando i flussi di cassa che, si ritiene, essa sarà in grado di generare in futuro.

---

---

Di tale metodo esistono diverse versioni che si differenziano a seconda della configurazione di flusso finanziario preso a riferimento, e in particolar modo per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered*, calcolati al netto degli oneri sostenuti dall'impresa per remunerare la propria posizione debitoria finanziaria netta, o flussi *unlevered*, calcolati viceversa al lordo dei medesimi.

I metodi *levered* definiscono un valore di V per gli azionisti. Il tasso di attualizzazione utilizzato deve pertanto riferirsi al costo medio del capitale proprio.

I metodi *unlevered* definiscono invece un valore di V per l'impresa. In questo caso il tasso di attualizzazione utilizzato deve riferirsi al costo medio del capitale proprio e del capitale di debito.

## 2.5 IL METODO DEI MULTIPLI.

Scopo del metodo è quello di individuare una relazione (il multiplo, appunto) che lega i prezzi di trasferimento osservati per società comparabili a determinate grandezze aziendali delle stesse (ad esempio, utili, ricavi, patrimonio netto). Il multiplo così determinato viene applicato alla medesima grandezza dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

Il primo requisito fondamentale affinché il multiplo possa essere validamente impiegato è rappresentato dalla comparabilità delle società, da cui il multiplo è desunto, con quella oggetto di valutazione.

Il secondo requisito fondamentale è che la grandezza aziendale adottata nella definizione del multiplo (il cosiddetto "driver") possa effettivamente ritenersi una variabile esplicativa dei prezzi di trasferimento rilevati.

I multipli si distinguono in fondamentali e derivati, a seconda del fatto che conducano direttamente alla stima del valore del capitale proprio (si parla, in questi casi, di ottica *equity side* o *levered*) e multipli che conducono alla stima del valore dell'intero capitale investito (ottica *assets side* o *unlevered*). I primi si fondano su grandezze espressive della performance aziendale per gli azionisti: tipicamente l'utile netto o il cash flow disponibile per gli azionisti; il numeratore del multiplo è rappresentato dal prezzo pagato per quote rappresentative del capitale di rischio (*equity*). I secondi si basano invece su grandezze espressive della performance aziendale per l'insieme degli investitori (a titolo di capitale di rischio e a titolo di capitale di credito): tipicamente l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) o il cash flow della gestione operativa; coerentemente il numeratore del multiplo è rappresentato dal valore del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), espresso dalla somma

---

del prezzo per il capitale netto e dei debiti finanziari. Sottraendo questi ultimi al risultato derivante dall'applicazione del multiplo si perviene al ricercato valore *dell'equity* dell'impresa oggetto di valutazione.

### 3 STIMA DELL'ENTITY VALUE (EV)

#### 3.1 VALUTAZIONE DELL'ATTIVITÀ

Per quanto si preciserà *infra*, si ritiene che una stima attendibile del valore dell'azienda possa essere fornita dalla valutazione effettuata con il metodo misto patrimoniale – reddituale al valore medio, considerando rispecchiante la realtà il valore dell'attivo patrimoniale come da stima dell'Ing. Marco Crepaldi (**Allegato n. 1**); tale valore risulterà poi mediato con il valore attuale del reddito atteso calcolato con la formula rendita

limitata 
$$R \times \frac{\left(1 - \frac{1}{(i+1)^n}\right)}{i}$$

##### 3.1.1 Valore attuale del reddito atteso

Il reddito medio normale atteso si sostanzia in un valore reddituale unico, normale e costante nel tempo che nel caso di specie si considera di durata illimitata.

Per la sua determinazione si assumono come dati di partenza i risultati annuali forniti dalla Società e riferiti al periodo 2020 – 2023, periodo dal quale è possibile trarre una serie di dati altamente espressivi della dinamica reddituale aziendale all'epoca di riferimento della presente valutazione (31 dicembre 2023).

Vista la svalutazione delle immobilizzazioni immateriali e l'influenza a sostegno del reddito determinata dalla disapplicazione degli ammortamenti su beni materiali, concessa dalle specifiche norme promulgate nel periodo della pandemia, il reddito è stato oggetto di specifiche rettifiche:

- Neutralizzazione delle variazioni delle rimanenze su capitalizzazione dei beni intangibili;
- Neutralizzazione dei ricavi non operativi (altri ricavi) determinati dalle politiche di sostegno del reddito nel periodo di pandemia;
- Neutralizzazione degli ammortamenti su beni immateriali;

- Effettuazione figurativa degli ammortamenti su beni materiali.

Sulla base dei risultati dei bilanci annuali consegnati (2020 – 2023 Allegati n. 2 – 3 – 4 – 5), è stato calcolato il reddito operativo (EBIT) attualizzato al 2023.

Considerando il reddito operativo nel periodo 2020 – 2023 si redige la seguente tabella<sup>1</sup>:

	2020	2021	2022	2023	
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A - B).</b>	<b>335.474,00</b>	<b>306.249,00</b>	<b>420.923,00</b>	<b>260.797,00</b>	
<b>Rettifiche figurative del ricavi</b>					
- annullamento variazione delle rimanenze (intangibles)	-	-	886.204,00	7.589,00	
- annullamento altri ricavi	- 91.018,00	- 12.529,00	- 8.488,00	- 609,00	
<b>Ricavi rettificati</b>	<b>6.198.723,00</b>	<b>4.352.943,00</b>	<b>5.182.359,00</b>	<b>5.590.042,00</b>	
<b>Rettifiche figurative dei costi</b>					
- annullamento immobilizzazioni immateriali (dare)	- 402.937,00	-	-	-	
- effettuazione ammortamenti su beni materiali (costanti su 2020)	-	55.495,00	55.495,00	55.495,00	
- annullamento variazione delle rimanenze	81.281,00	-	888.002,00	-	
<b>Costi rettificati</b>	<b>5.632.611,00</b>	<b>4.114.718,00</b>	<b>4.827.217,00</b>	<b>5.377.760,00</b>	
<b>EBIT Rettificato</b>	<b>566.112,00</b>	<b>238.225,00</b>	<b>355.142,00</b>	<b>212.282,00</b>	

  

	2020	2021	2022	2023	Valori medi
<b>Totale Valore della produzione (A) [rettificato]</b>	<b>6.198.723,00</b>	<b>4.352.943,00</b>	<b>5.182.359,00</b>	<b>5.590.042,00</b>	<b>5.331.016,75</b>
<b>Totale Costi della produzione (B) [rettificato]</b>	<b>5.632.611,00</b>	<b>4.114.718,00</b>	<b>4.827.217,00</b>	<b>5.377.760,00</b>	<b>4.988.076,50</b>
<b>Differenza tra Valore e Costi della produzione (A - B)</b>	<b>566.112,00</b>	<b>238.225,00</b>	<b>355.142,00</b>	<b>212.282,00</b>	<b>342.940,25</b>
<b>Coefficiente attualizzazione 2023</b>	<b>1,160</b>	<b>1,139</b>	<b>1,054</b>	<b>1,000</b>	
<b>Valore attualizzato Differenza tra Valore e Costi della produzione (A - B) 2023</b>	<b>656.689,92</b>	<b>271.338,28</b>	<b>374.319,67</b>	<b>212.282,00</b>	<b>378.657,47</b>

Si osservi che la media aritmetica dei redditi operativi reali rettificati (ossia i redditi attualizzati) è pari a Euro 378.657,47 (arrotondato a Euro 379.000,00) al 31.12.2023.

Secondo chi scrive, la determinazione del reddito medio atteso, individuato quale espressione della capacità reddituale della società, vincolata alla condizione liquidatoria giudiziale in esercizio provvisorio, la prospettiva di rendita limitata debba attestarsi in anni 2, pari alla durata massima dei contratti attualmente in essere.

Si ritiene pertanto che la media dei redditi netti rivalutati determini un reddito medio normale che, per ragioni prudenziali si assume come parametro per l'applicazione del metodo reddituale.

Da cui:

$$R = \frac{Ebit_{2020} + Ebit_{2021} + Ebit_{2022} + Ebit_{2023}}{4} = \frac{1.514.629,87}{4} = 378.657,47$$

<sup>1</sup> Si precisa che i coefficienti di attualizzazione sono stati reperiti al seguente indirizzo <https://rivaluta.istat.it/>

Il reddito medio normale atteso, arrotondato per eccesso, ammonta quindi a Euro 379.000,00.

Poiché nel corso del 2024 la società è stata sottoposta a liquidazione giudiziale, si ritiene congruo un abbattimento del reddito del 25%, attestandolo pertanto a Euro 284.250,00.

### 3.1.2 Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è stato tratto dalla banca dati raccolta dal prof. Damodaran, della Stern University di New York.

Tale banca dati risulta di validità e attendibilità riconosciuta dalla prassi professionale.

Nello specifico, il tasso di attualizzazione  $i$  risulta dalla somma dell'*equity risk premium* e del *country risk premium* assegnati per l'Italia negli anni sopraindicati. La tabella sotto riprodotta indica tali dati:

Anno	Equity risk premium	Country risk premium	Tasso di attualizzazione
2023	9,733%	3,793%	13,527%

Il coefficiente di moltiplicazione del reddito atteso dell'equazione precedentemente riportata risulta dunque il seguente:

$$\frac{\left(1 - \frac{1}{(i+1)^n}\right)}{i} = \frac{\left(1 - \frac{1}{(0,13527+1)^2}\right)}{0,13527} = 1,656742685$$

### 3.1.3 Il valore del patrimonio netto

Come indicato in precedenza, si ritiene che il valore del patrimonio netto debba essere allineato al valore peritale dei beni stimato dall'Ing. Marco Crepaldi.

Tale assunzione trova sostegno principalmente nei seguenti fattori:

- nella condizione attuale il valore di patrimonio equivale al valore atomistico dei beni, in quanto risulta prevedibile la dispersione integrale del know how in caso di mancata cessione dell'azienda;
- dall'esame effettuato congiuntamente con la curatela il valore del marchio risulta da svalutare a valore simbolico di un euro, mentre deve integralmente essere annullato il valore delle altre immobilizzazioni immateriali.

Alla luce di quanto sopra si ritiene che il valore della società stimato col metodo patrimoniale equivalga al valore del Patrimonio Netto, per un importo complessivo di Euro 31.601,00.

3.1.4 Il valore del capitale d'impresa

Il valore economico del capitale d'impresa (V) come media aritmetica del capitale netto (K) e del valore attuale del reddito atteso calcolato con la formula della rendita limitata  $R \times \frac{(1 - \frac{1}{(i+1)^n})}{i}$  risulta come segue:

$$\begin{aligned}
 V &= \frac{1}{2} \times \left( K + R \times \frac{\left(1 - \frac{1}{(i+1)^n}\right)}{i} \right) = \frac{1}{2} \times (31.600 + 1 + 284.250 \times 1.656742685) \\
 &= \frac{1}{2} \times (31.601 + 470.929,11) = \text{Euro } 251.265,05
 \end{aligned}$$

**Il valore arrotondato ammonta a Euro 251.000.**

---

## 4 CONCLUSIONI

Il sottoscritto Fabrizio Goia, in base al metodo di valutazione al quale si è ispirato nell'espletamento del presente incarico e alle osservazioni sopra riportate, determina, il valore dell'azienda oggetto di valutazione nella misura di Euro 251.000,00 (duecentocinquantunomila/00 Euro).

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale.

*Con perfetta osservanza.*

*Torino, li 22.11.2024*

Dott. Fabrizio Goia

