

RELAZIONE di STIMA
dell'AZIENDA

“ [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] [REDACTED] “
con Sede in [REDACTED] località [REDACTED]

[REDACTED]
Codice Fiscale, Partita IVA e numero
iscrizione al registro Imprese di [REDACTED]

[REDACTED]
R.E.A. [REDACTED]
(in liquidazione giudiziale)

[REDACTED] [REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED]

Sommario

Sommario.....	1
Capitolo 1 Oggetto della relazione	2
Oggetto dell'incarico	2
Documentazione consultata	3
Capitolo 2 La Società [REDACTED] S.a.s. di [REDACTED] (in liquidazione giudiziale)	3
Brevi cenni sulla Società	3
Capitolo 3 Criteri valutativi.....	5
Premessa.....	5
Metodo patrimoniale.....	6
Metodo reddituale.....	7
Metodi misti patrimoniali - reddituali.....	9
Metodo finanziario o DCF	9
Metodo dei multipli.....	11
Scelta della metodologia adottata.....	13
Capitolo 4 Determinazione del valore	15
Finalità dell'analisi	15
Applicazione del metodo Finanziario DCF.....	16
Capitolo 5 La presenza di sinergie di gruppo.....	31
Capitolo 6 Rettifica del valore per contesto di crisi (debolezza venditore).....	34
Capitolo 7 Valore attribuito all'azienda [REDACTED] S.a.s. di [REDACTED] (IN liquidazione giudiziale).....	42

[REDACTED]

Capitolo 1 Oggetto della relazione

Oggetto dell'incarico

Su incarico del Curatore dottor Marco Todeschini oggetto della presente perizia è la stima della società " [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] " con sede legale in [REDACTED] località [REDACTED] avente codice fiscale, partita Iva e numero iscrizione presso il Registro Imprese tenuto presso la C.C.I.A.A. dell'Emilia di [REDACTED] alla data di stesura della presente perizia la società è sottoposta a procedura di liquidazione giudiziale.

Inoltre attualmente la stessa azienda oggetto della presente stima, risulta essere concessa in affitto con termine finale fissato al 31 dicembre 2027 alla società " [REDACTED] S.R.L. unipersonale " società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di [REDACTED] S.r.l." a sua volta fusa per incorporazione, con effetti dal 31 dicembre 2025, nella controllante società capogruppo " [REDACTED] S.p.a. ". La società conduttrice ha sede legale in [REDACTED] avente codice fiscale, partita iva e numero iscrizione al registro delle Imprese [REDACTED] R.E.A. [REDACTED]

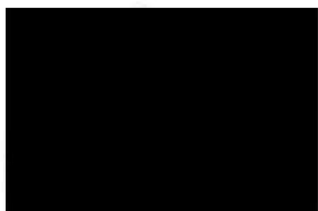
Documentazione consultata

Le informazioni utilizzate nella presente relazione sono state fornite dal curatore dottor Marco Todeschini e dalla società [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] in liquidazione giudiziale nonché dall'amministrazione della società affittuaria [REDACTED] S.r.l." ed in parte sono frutto di riscontri esterni.

In particolare la documentazione visionata alla quale si è fatto riferimento è la seguente:

- Visura camerale storica della società al 18 ottobre 2023;
- bilancio contabile della società al 31/12/2018;
- bilancio contabile della società al 31/12/2019;
- bilancio contabile della società al 31/12/2020;

Perizia della società "CREMO [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



- bilancio contabile della società al 31/12/2021;
- bilancio contabile della società al 31/12/2022;
- situazione contabile al 30/10/2023;
- dichiarazioni fiscali della società riferite ai periodi d'imposta 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022,
- Ricorso per l'ammissione al concordato preventivo ex art. 40 e seguenti CC. II.;
- Piano concordatario;
- Relazione ex artt. 87 co. 3, art. 88 co. 2 CC.II. e Relazione ex art. 84 co. 5 CC.II.;
- Contratto d'affitto d'azienda a rogito notaio [REDACTED] del 30 giugno 2023;
- Modifica al contratto d'affitto d'azienda a rogito notaio [REDACTED] del 05 aprile 2024;
- Modifica al contratto d'affitto d'azienda a rogito notaio [REDACTED] del 31 gennaio 2025;
- proposta irrevocabile condizionata di acquisto d'azienda formulata da [REDACTED] S.r.l. " nei confronti di [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] in data 29 gennaio 2024;
- Bilancio abbreviato d'esercizio chiuso al 31/12/2024 della società "[REDACTED] S.r.l.";
- Bilancio abbreviato d'esercizio chiuso al 31/12/2025 della società "[REDACTED] S.r.l. ";
- Rendiconto finanziario della società "[REDACTED] S.r.l. " per gli esercizi 2024 e 2025;

Capitolo 2 La Società [REDACTED] S.a.s. di [REDACTED] [REDACTED] (In liquidazione giudiziale)

Cenni sulla Società

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

La società [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] oggi in liquidazione giudiziale è stata costituita nel lontano 1997 e dal giorno 5 del mese di novembre del medesimo anno risulta iscritta al Registro delle Imprese al numero [REDACTED]. Originariamente la Società risultava iscritta al Registro Imprese tenuto presso la C.C.I.A.A. di [REDACTED]. successivamente, in data 23 dicembre 2020, è avvenuto il trasferimento al Registro Imprese di [REDACTED] a causa del trasferimento della sede legale ed in parte anche quella operativa. L'effettivo inizio dell'attività risale precisamente al giorno 17 del mese di dicembre dell'anno 1997.

In data 30 giugno 2023 a rogito Notaio [REDACTED] l'intera azienda viene concessa in affitto alla società [REDACTED] S.R.L." con sede legale in [REDACTED] [REDACTED] codice fiscale e partita iva numero [REDACTED]

Detta società viene appositamente costituita in data 29 maggio 2023 al fine di proseguire, proprio per il tramite del contratto d'affitto d'azienda, l'attività già svolta della società locatrice non più in bonis.

La conduttrice inoltre risulta essere a socio unico in forza dell'intero possesso da parte della società [REDACTED] S.r.l." delle quote sociali; la società proprietaria esercita anche sulla stessa affittuaria la direzione ed il coordinamento, si rende noto inoltre che con effetti dal 31 del mese di gennaio 2025 la società controllante è stata incorporata per fusione nella società capogruppo "[REDACTED] S.p.a. ".

In data 19 luglio 2023 la società presentava, presso il Tribunale di [REDACTED] ricorso per l'ammissione al concordato preventivo ai sensi e per gli effetti degli artt. 40 e seguenti CC.II.

In data 5 del mese di ottobre 2023 con il provvedimento numero 49 l'adito Tribunale di [REDACTED] accoglieva la domanda dell'istante ammettendo la medesima alla procedura del concordato preventivo nominando contestualmente, quale curatore, il dottor Marco Todeschini.

In data 29 gennaio 2024 la società conduttrice formulava proposta irrevocabile di acquisto dell'azienda detenuta in affitto ponendo come condizione sospensiva la proroga del contratto d'affitto d'azienda e l'omologazione della procedura concordataria.

In data 05 aprile 2024 con scrittura privata autenticata dal notaio [REDACTED] viene prorogato il precedente contratto di affitto d'azienda sino a tutto l'anno 2024, sussegue in

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

data 31 gennaio 2025 un'ulteriore proroga del contratto d'affitto senza soluzione di continuità con termine finale al 31 del mese di dicembre dell'anno 2027.

La società [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] sin dalla sua costituzione, ha operato nel settore delle forniture di prodotti alimentari svolgendo attività di vendita e distribuzione per il canale cosiddetto. Ho.Re.Ca. (**H**otellerie, **R**estaurant, **C**afè).

La gamma di prodotti offerti risulta variegata, anche se i volumi di vendita risultano particolarmente rappresentati dalla vendita di gelati e prodotti surgelati.

La compagine sociale è attualmente composta dal solo socio accomandatario il signor [REDACTED] il quale detiene l'intero capitale sociale pari ad € 4.601,43 a seguito, in data 17 marzo 2023, della fuoriuscita dalla compagine sociale della signora [REDACTED] quale socia accomandante.

Da colloquio con il curatore e dalla disamina della relazione di attestazione ex art. 87 CC. II., è emersa la concomitanza di tre fattori scatenanti che hanno portato all'insorgenza della crisi. Il primo fattore è da rintracciarsi nel cambiamento del consumo da parte del cliente finale dei prodotti surgelati soprattutto nei confronti del prodotto gelato, in quanto il prodotto surgelato da bar/caffè è stato parzialmente soppiantato dal prodotto artigianale venduto in locali specifici con qualità del prodotto finito superiore.

Il primo fattore è stato notevolmente accentuato dal secondo fattore ovvero dal sopraggiungere dell'epidemia pandemica da Covid-19, questi due fattori possono considerarsi iatrogeni, mentre il terzo fattore è da ritenersi di natura sicuramente endogena.

Il terzo fattore si identifica nell'apertura della seconda unità locale divenuta poi sede della società a seguito dell'acquisizione di un ramo d'azienda dalla cedente società "[REDACTED] S.r.l."; acquisizione concretizzatasi nell'anno 2004. L'acquisizione del ramo d'azienda di un'impresa concorrente ha sì incrementato il volume del venduto a tutto beneficio dei ricavi, ma di contrappeso non è stata in grado di sostenere e sopportare l'incremento dei costi energetici/logistici e del personale delle due unità locali. La non sostenibilità economica ha poi intaccato l'equilibrio finanziario dell'impresa già precario creando problemi di approvvigionamento della merce e problemi di accesso al credito.

Capitolo 3 I Criteri valutativi

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

Premessa

Nella prassi professionale sono stati elaborati molteplici e determinati per determinare il valore di una qualsiasi azienda, ognuno di cui almeno uno dei quali è di favore nella teoria e trova applicazione più anche se la miglior dottrina applica con miglior favore un determinato e specifico metodo a determinate tipologie di imprese o a determinati frangenti in cui versa l'impresa.

I metodi valutativi possono essere catalogati in macro classi a seconda delle prospettive che stanno alla loro base :

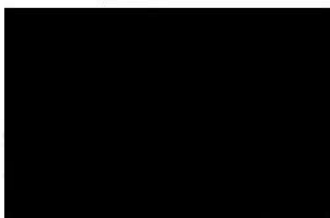
- Metodo patrimoniale;
- Metodo reddituale;
- Metodo c.d. misto patrimoniale/reddituale;
- Metodo basato sui risultati attesi o finanziario (discount cash flow);
- Metodo dei multipli di mercato;

La scelta del metodo è lasciata al perito estimatore incaricato della valutazione, stante l'assenza di norme di legge civilistiche e/o fiscali che indichino con valenza vincolante la metodologia da utilizzare per la fattispecie concreta. Il concetto di valore può essere inteso come fondo o stock (cioè come somma di elementi considerati staticamente in un determinato istante) o come flusso (ovvero come variazione intervenuta in un determinato periodo di tempo negli stock, quindi come flussi di cassa prodotti nel breve o medio termine).

Metodo Patrimoniale

I metodi patrimoniali stimano il valore di un'azienda partendo dal suo patrimonio netto contabile risultante dal bilancio, tale valore viene però considerato insufficiente, in quanto i bilanci italiani delle piccole medie imprese sono redatti secondo il principio del costo storico, ovvero con voci iscritte a valori non aderenti alla realtà economica corrente. Per ovviare a tale inconveniente ciascuna posta dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale viene rivalutata o svalutata per aggiornarla al valore corrente di mercato, di sostituzione,

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale"



di realizzo a seconda della posta interessata. Tale metodo è particolarmente indicato per specifiche tipologie di imprese: le holding e società finanziarie, le società immobiliari ovvero quelle società con attivi tangibili elevati ovvero patrimoni rilevanti ma magari proprie di una redditività contenuta.

Situazioni in cui è più adatto	Situazioni in cui è meno adatto
Società holding e finanziarie	Imprese con elevata redditività operativa
Società immobiliari (attivo prevalentemente tangibile)	Aziende con significativo capitale intangibile
Società in liquidazione senza continuità aziendale	Start-up e imprese in forte crescita
PMI con attivi tangibili rilevanti e margini contenuti	Imprese in affitto con continuità operativa garantita
Perizie per fusioni e scissioni tra PMI	Casi in cui i flussi futuri sono proiettabili con affidabilità

Metodo Reddituale

I metodi reddituali si basano sul concetto che il valore dell'azienda è funzione del reddito che la società stessa sarà in grado di produrre in futuro. La funzione che correla il valore a tali redditi è generalmente quella della capitalizzazione, ovvero la sommatoria dei flussi attualizzati in forme e modalità differenti. Le diverse soluzioni applicative in cui si articola il metodo reddituale discendono:

1. dal modo in cui vengono definiti e misurati i flussi del passato;
2. dalla durata dell'orizzonte temporale cui le attese di reddito fanno riferimento;
3. da come tali attese sono espresse, di solito passando dalle misure analitiche per i primi anni alle grandezze medie o a una fascia di grandezza per gli anni più lontani;
4. dal modo in cui le proiezioni nel futuro vengono concepite e realizzate, mantenendo o variando in misure più o meno rilevanti i risultati che l'impresa ha generato nel recente passato e sta ottenendo nel presente;

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

5. dal modo in cui flussi differiti nel tempo sono riportati all'attualità.

Il controllo dell'incertezza connaturata ai flussi attesi di reddito passa, innanzitutto, attraverso una chiara definizione del concetto di risultato economico. L'obiettivo è senza dubbio quello di ottenere un'attendibile proiezione dei flussi ma, a tal fine, una compiuta rappresentazione dei risultati storici è premessa essenziale. L'utile di bilancio è una rappresentazione incompleta e talora inquinata del risultato economico. In realtà il flusso contabile non può essere usato tale e quale, ma dev'essere rettificato ed integrato con una serie di interventi, riassumibili in tre processi:

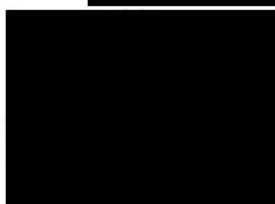
- a. Il processo di normalizzazione: il primo passo per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico, che non necessariamente coincide con l'utile di bilancio. Anzi, nella quasi totalità dei casi diverge significativamente da quest'ultimo, che ne rappresenta comunque il punto di partenza per il calcolo. Il reddito di bilancio deve essere dapprima "normalizzato". Ai fini della normalizzazione del reddito si deve tener conto di diversi elementi, quali i componenti straordinari di reddito e quelli estranei alla gestione caratteristica, i costi latenti e ogni altro elemento che possa inficiare la significatività del risultato economico. Infine è necessario riquantificare il carico fiscale sul reddito normalizzato così determinato.
- b. Il processo d'integrazione per esprimere nel risultato sia la dinamica dei beni immateriali sia altre dinamiche di valori non contabilmente espressi.
- c. Se del caso, un processo di allineamento/adeguamento per eliminare gli effetti distorsivi dell'inflazione.

Tutti questi passaggi, o quantomeno i primi due, sono necessari per ricondurre un flusso contabile a esprimere un flusso economico.

I metodi reddituali presentano vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni e il cui limite massimo è l'infinito.

Situazioni in cui è più adatto	Situazioni in cui è meno adatto
Imprese con redditività stabile e prevedibile	Imprese in perdita o con redditi volatili
Aziende di servizi con bassi investimenti	Settori capital-intensive con elevato Capex

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



PMI con storico reddituale pluriennale

Imprese in ristrutturazione o crisi

Studi professionali e attività labour-intensive

Aziende con rilevanti attivi non operativi

Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale

Questa metodologia valutativa nasce per superare il limite principale del metodo patrimoniale applicato *tout court*: in effetti il valore di un'azienda non può tradursi, limitarsi o dipendere solo dai cespiti posseduti ma va ricercata anche nella sua capacità creare profitti nel tempo. Il metodo somma il valore patrimoniale rettificato delle attività dell'azienda al valore che l'impresa è in grado di ritrarre dall'impiego dagli stessi attivi patrimoniali. Il secondo addendo esprime solitamente un goodwill o avviamento.

Il metodo consente di unire due diverse prospettive ed è utile ove si voglia accertare l'esistenza di un avviamento del complesso aziendale.

La formula applicabile è la seguente.

$$W = K' + (R - K_e \square K') \square a_{n,i}$$

Dove:

K' = capitale netto rettificato (valore patrimoniale)

$a_{n,i}$ = fattore di attualizzazione, dove "n" = numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione ed "i" = tasso di attualizzazione

$K_e \square K'$ = redditività del capitale netto rettificato

R = reddito medio atteso, ovvero il reddito netto che un'impresa ritiene di poter conseguire stabilmente nell'orizzonte temporale futuro considerato, facendo riferimento ai risultati conseguiti nel passato e alle strategie in corso di implementazione.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario o *Discounted cash flow method* (DCF) stabilisce che il valore di un'azienda è basato sui flussi di cassa prospettici che l'impresa è in grado di generare, poi attualizzati. Al risultato così ottenuto si aggiunge il c.d. *Terminal value* (valore finale) che

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

sintetizza i flussi conseguibili dopo l'orizzonte temporale del piano, il tutto nettizzato dal *debt* iniziale.

La formula matematica è la seguente:

$$\text{Valore} = \sum_{t=1}^n \frac{ECF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} - \text{Debt}$$

(2) Misura statistica dei risultati attesi, dopo l'orizzonte temporale del business plan
 ↓
 (1) Risultati stimati per un certo numero di anni (n), attualizzati a un tasso (i) per tenere conto del diverso valore monetario nel tempo
 ↑
 (3) Debito iniziale della società

dove:

ECF = *Expected cash flows* o flussi di cassa attesi;

i = tasso di attualizzazione;

t = numero di anni relativi all'orizzonte temporale considerato;

TV = *Terminal value* o valore finale;

Debt = posizione finanziaria netta (PFN) iniziale.

Il raziocinio che sottende e sta alla base della metodologia DCF è che un operatore economico razionale è disposto a riconoscere ad un complesso aziendale un valore almeno pari a quello recuperabile in una prospettiva temporale accettabile.

Questa teoria basata sulla finanza riconosce valore ad un *asset* in funzione dei flussi di cassa generati nell'arco della sua vita utile residua, della distribuzione di tali flussi nel corso del tempo tenendo conto dell'incertezza riferita alla loro effettiva manifestazione.

L'operatore economico è in pratica disponibile a investire nell'azienda nella misura in cui il rischio sia adeguato al suo profilo e la remunerazione corretta e congrua rispetto alle aspettative.

Il calcolo valutativo si snoda in tre momenti:

- I flussi di cassa stimati nel periodo di previsione c. d. esplicita, che abbracciano un orizzonte temporale di breve/medio periodo solitamente compreso in 3 e 5 anni.

Perizia della società

in liquidazione giudiziale"

- Il secondo addendo consiste nel cosiddetto *terminal value* ovvero i flussi di cassa stimati oltre il periodo del piano o del periodo di previsione esplicita, sul presupposto che un'impresa non termina la sua attività alla fine dell'ultimo anno contemplato dal piano ma proseguirà la sua attività anche negli anni addivenire.
- Il terzo elemento consiste nella sottrazione del debito iniziale o della cosiddetta posizione finanziaria netta data dalle liquidità disponibili nettizzate dai debiti finanziari.

La metodologia sopra tratteggiata è particolarmente indicata per aziende con patrimonio tangibile non significativo ma con redditività apprezzabile.

Punti di forza	Limiti
Metodo prospettico: valorizza la capacità generativa futura	Elevata sensibilità alle ipotesi sui parametri chiave (g, WACC)
Distingue tra reddito e cassa – più rigoroso del reddituale	Richiede proiezioni affidabili dei flussi futuri
Applicabile anche in presenza di perdite transitorie	Con storico limitato (< 3 anni) aumenta l'incertezza
Adatto per imprese in affitto con continuità operativa	Il Terminal Value può pesare eccessivamente sull'EV (>80%)
Standard OIV/IVS per procedure concorsuali con going concern	Richiede competenza tecnica nella stima del WACC e del tasso g

Metodo dei multipli

Il ricorso alle valutazioni a mezzo dei multipli ha registrato negli ultimi decenni una grande diffusione.

Il successo dei multipli è stato determinato da una serie di fattori: dallo sviluppo delle operazioni di acquisizione e fusione e del private equity; dal peso crescente degli intangibili, al prevalere nelle valutazioni assolute di risultati futuri sempre più lontani nel tempo (espressi nel terminal value); dal “vantaggio informativo” che a essi viene riconosciuto. Nell'insieme, tali fattori hanno accresciuto la necessità di stime del valore aziendale di tipo

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

relativo, con l'effetto di contribuire a diffondere la tecnica dei multipli ben oltre l'ambito specialistico del merchant banking, dove in precedenza era quasi esclusivamente confinata.

L'evoluzione che parte dai primi anni novanta ha gradualmente modificato questa impostazione, tendendo ad estendere l'uso dei multipli al di fuori dell'ambito tradizionale. Occorre avere ben presente che l'uso dei multipli significa assumere che i prezzi di mercato delle società comparabili rappresentino una stima non distorta del loro valore fondamentale. L'uso dei multipli va dunque inserito in un processo valutativo in grado di garantire che:

- sia individuabile un nesso causale fra quantità aziendale e prezzo;
- tale nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione;
- il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- siano identificabili gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli tra imprese comparabili.

L'uso dei multipli avviene secondo due approcci:

- l'approccio alle società comparabili;
- l'approccio delle transazioni comparabili.

Fondamentalmente, il riferimento nel primo caso è a un campione di società quotate comparabili e quindi a prezzi segnati dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa-obiettivo, mentre nel secondo caso è ai prezzi di negoziazione, tipicamente riguardanti il controllo (o comunque pacchetti rilevanti) di società comparabili.

Sul piano del metodo, l'approccio delle società comparabili si traduce nelle seguenti fasi di applicazione professionale:

- a. scelta del campione di società comparabili;
- b. scelta dei moltiplicatori;
- c. scelta di dati affidabili;
- d. elaborazioni e scelte finali.

Invece il metodo delle transazioni comparabili (detto talvolta di "confronto diretto con i prezzi di società comparabili") si è affermato in relazione alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni intervenute, raccolte in apposite banche dati. Il fondamento è costituito, appunto, dalle informazioni inerenti alle negoziazioni effettive di aziende

comparabili giudicate omogenee in alcuni aspetti essenziali, sia quantitativi che qualitativi.

Punti di forza	Limiti
Immediatezza e ancoraggio ai prezzi di mercato reali	Difficoltà nel trovare comparabili omogenei per PMI non quotate
Facilmente verificabile e comprensibile	Sconto dimensionale di difficile quantificazione
Utile come metodo di cross-validazione del DCF	Non considera le specificità dell'azienda valutata
Fonte Damodaran e NIMBG: dati pubblici citabili facile reperimento	I multipli variano significativamente con il ciclo economico

Contesto e Assunzioni alla base della metodologia valutativa prescelta

La scelta della metodologia utilizzata per la valutazione dell'azienda oggetto della presente perizia è dettata ed influenzata dallo stato di assoggettamento a procedura della crisi (liquidazione giudiziale) di **S.A.S. di** tenendo comunque conto delle possibili e concrete prospettive di continuazione dell'azienda, le quali anche alla luce di una precedente offerta di acquisto in pendenza di procedura, non appaiono remote.

In seno alle prospettive future dell'azienda la scelta del metodo di valutazione è influenzato dall'imprescindibile ed attuale esistenza di una **continuità aziendale** incardinata nel contratto d'affitto d'azienda con società facente parte di primario gruppo del settore alimentare con scadenza finale il 31 dicembre 2027.

L'impresa mostra quindi l'esistenza di una attrattività da parte di operatori del mercato (proposta di acquisto e presenza di contratto d'affitto d'azienda).

L'approccio viene avallato anche dal recente documento promanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili intitolato " VALUTAZIONE AZIENDE IN CRISI: CRITICITA' E SPUNTI DI RIFLESSIONE " il quale recita: «...**Anche in ragione della normativa in materia di gestione della crisi e della sempre maggiore diffusione delle procedure di ricomposizione della crisi finalizzate alla conservazione della continuità**

Perizia della società **in liquidazione giudiziale**"

aziendale, l'uso di metodiche basate sull'attualizzazione dei flussi finanziari desumibili....sembra rappresentare la soluzione maggiormente appropriata ai contesti di aziende in crisi in ottica going concern».

Si è quindi fatta la scelta di campo di abbracciare una prospettiva di continuità dell'impresa rispetto ad una prospettiva liquidatoria.

È infatti coerente con la situazione attuale dell'impresa ritenere che l'insieme degli asset materiali ed immateriali che compongono la società locatrice, inseriti in un contesto produttivo e commerciale di maggiori dimensioni, con un'organizzazione imprenditoriale più oculata e strutturata possa generare valore, indipendentemente dai risultati riscontrati negli ultimi resoconti di [REDACTED] S.A.S. di [REDACTED] [REDACTED] (in liquidazione giudiziale).

In effetti ad oggi, come già sottolineato, il complesso aziendale è oggetto di un contratto di affitto d'azienda, attraverso il quale la società conduttrice **ritiene conveniente la corresponsione alla procedura di liquidazione giudiziale di un canone proprio per l'utilizzo dell'azienda e dei suoi fattori produttivi così come sono assortiti e integrati l'uno all'altro.**

Per quanto sopra esposto, una valutazione incentrata sui soli dati storici di natura economica e reddituale della Società locatrice potrebbe dimostrarsi poco attuale.

In secondo luogo, come anticipato, nello svolgimento del suo incarico la curatela ha valutato conveniente cedere alcuni asset separatamente rispetto al complesso aziendale. In concreto si pensi alla parte del patrimonio rappresentata dall'immobile. Alla luce di ciò, volendo addivenire ad una stima mediante il metodo patrimoniale, sarebbe necessario riquantificare le grandezze del conto economico sulla base di un complesso produttivo e patrimoniale modificato e spezzato.

Il metodo analitico-patrimoniale, che prevede l'analisi delle varie classi del patrimonio al fine di verificare il loro grado di correttezza e di aderenza alla realtà (in altri termini la loro rispondenza ai "corretti principi contabili"), permette senza dubbio un approccio prudentiale e concreto. Con l'applicazione di questo metodo è possibile infatti giungere a una quantificazione del risultato di sintesi della stima rappresentato dal capitale netto rettificato, dato dalla somma algebrica del capitale netto contabile e dell'insieme degli aggiustamenti operati. Il limite di questo metodo è tuttavia rappresentato dal fatto che non attribuisce alcun valore alla redditività potenziale della Società, che sussiste, e dal limite che l'impresa

Perizia della [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



ha una struttura patrimoniale scarna (mezzi di consegna datati e attrezzature frigorifere) considerando pure che l'immobile di proprietà (parte rappresentativa del patrimonio) viene escluso dalla valutazione per espressa volontà del curatore in quanto oggetto di cessione separata.

A parere del sottoscritto, il metodo dei multipli appare applicabile alla casistica in esame ma solo come metodo di confronto e validazione del metodo principale prescelto in quanto prevede un mercato attivo di riferimento, società comparabili per dimensioni, un campione di transazioni numericamente esistente assunzioni che per la realtà analizzata (impresa di piccole dimensioni) risultano di difficile reperimento e comparazione. Il documento SIDREA - CNDCEC 2016 dal titolo "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi" in tema rileva le criticità dell'applicazione dell'approccio valutativo dei multipli soprattutto i cosiddetti multipli borsistici per presenza di squilibri economici.

Esaminati i principali metodi valutativi che la prassi professionale adotta nello svolgimento delle valutazioni d'azienda, richiamate le considerazioni sopra esposte, il sottoscritto perito ritiene nel caso affidatogli di avvalersi del metodo **FINANZIARIO o Discounted cash flow method (DCF)** in un'ottica non liquidatoria ma di continuità aziendale. **Al fine di validare e supportare il valore ottenuto con l'utilizzo del metodo DCF si è provveduto a calcolare il valore dell'azienda anche con il cosiddetto metodo dei multipli**

Capitolo 4 Determinazione del valore

Finalità dell'analisi e perimetro di valutazione

L'analisi sviluppata nella presente sezione è finalizzata a determinare

██████████ S.a.s. di ██████████ (in liquidazione giudiziale)

in riferimento alla situazione economico-patrimoniale della conduttrice con riferimento ai bilanci chiusi al 31.12.2024 ed al 31.12.2025 e al correlato Rendiconto Finanziario costruito col metodo indiretto.

L'art. 214, comma 3 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza prevede che, nell'ambito della liquidazione giudiziale, in caso di vendita dell'azienda o di rami d'azienda

Perizia della società ██████████ in liquidazione giudiziale"



è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti sorti prima del trasferimento, fatta salva l'eventualità in cui le parti convengano diversamente.

In relazione a ciò, il curatore ha informato lo scrivente perito che nel caso in esame non è intenzione della curatela estendere al cessionario la responsabilità per i debiti pregressi.

Al fine della definizione del perimetro di valutazione della presente perizia è quindi necessario non considerare l'intero passivo patrimoniale, costituito dalla componente debitoria e dal fondo di Trattamento di fine rapporto per il personale dipendente, che resterà in capo alla procedura.

Il curatore ha altresì specificato che non saranno oggetto di cessione i crediti verso clienti, i crediti tributari e le disponibilità liquide.

Altra importante indicazione ai fini della valutazione dell'aziendale risulta l'esclusione dal perimetro valutativo, per espressa volontà del curatore, dell'immobile di proprietà della società sito nel territorio del comune di [REDACTED]

Applicazione del metodo

Dai colloqui con il management dell'affittuaria e col curatore è emersa piena corrispondenza tra la struttura dell'azienda al momento della dazione in locazione e l'azienda attualmente in locazione in quanto: la forza lavoro, la struttura dei beni materiali utilizzati (prevalentemente celle frigorifere e mezzi di consegna), **l'ambito territoriale di esercizio dell'attività d'impresa sono ad oggi pressochè coincidenti** seppur integrati e calati in una realtà imprenditoriale più dimensionata e organizzata (gruppo [REDACTED] S.p.a.) si ciò se ne terrà comunque conto.

Ciò può essere **facilmente riscontrato analizzando i valori delle immobilizzazioni materiali esposte nei bilanci della società conduttrice i quali evidenziano importi a zero, dimostrando l'assunto precedente ovvero che la struttura dell'azienda conduttrice si avvale quasi esclusivamente dei cespiti della locatrice non esposti in bilancio in quanto detenuti tramite il contratto d'affitto d'azienda senza nessuna nuova implementazione di riguardo durante il periodo osservato.**

Sulla base di questo contesto fattuale la base informativa più *completa, coerente ed*

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale [REDACTED]

attendibile (come indicano i Principi Italiani di Valutazione § 1.5) risulta fornita dai documenti contabili amministrativi della società affittuaria, la quale garantisce maggior affidabilità amministrativa e contabile in quanto facente parte di una grossa realtà commerciale del settore (Gruppo [REDACTED] S.p.a.) quotata sul mercato borsistico italiano.

Inoltre tali dati appaiono comunque ufficiali ed ufficializzati: si pensi al deposito presso il registro imprese dei bilanci al cui obbligo soggiace la società conduttrice (mentre la locatrice in quanto società di persone non soggiace a tale incombenza). I dati della società affittuaria risultano aggiornati ed attuali anche in funzione di una scelta valutativa prospettica - *going concern* - utilizzando i dati della società locatrice ci si sarebbe dovuta affidare ai dati numerici riferiti agli anni dal 2018 al 2022. Tali dati sono comunque stati presi in considerazione per valorizzare le sinergie insite nei dati di bilancio della società conduttrice. La base informativa numerica economico-finanziaria utilizzata per la presente stima prende spunto dai valori di bilancio degli ultimi due esercizi sociali **della società conduttrice** ovvero gli anni 2024 e 2025, tralasciando di considerare l'annualità 2023 in quanto non composta da un'annualità intera, base informativa poi rielaborata per l'esigenza di stima nel rendiconto finanziario con metodo indiretto anch'esso di seguito riportato.

Il fatto di utilizzare per la stima solo due annualità crea un margine di incertezza sensibile in quanto i dati di partenza pur mantenendo caratteristiche di correttezza ed affidabilità sono poco consolidati in termini temporali, indi, per ovviare a tale limitazione si è ritenuto opportuno creare scenari prospettici multipli con aggiustamenti delle variabili per riflettere delle ipotesi di andamento diverse legate a variabili macroeconomiche diverse, in modo da mitigare l'incertezza prospettica.

Ultima ma non per questo meno importante precisazione, prima di entrare nel merito dell'applicazione effettiva del metodo prescelto, normalmente la prassi professionale prevederebbe l'utilizzo per il calcolo della valore aziendale per le imprese "in crisi" **dei dati del piano di risanamento predisposto ex art. 56 D. Lgs 14/2019 quale base informativa numerica**, nel caso di specie la procedura adottata da codice della crisi prima ha visto l'applicazione del concordato preventivo in continuità poi purtroppo non approvato e successivamente la liquidazione giudiziale (con prospettiva a carattere liquidatorio). Fondamentalmente il piano di risanamento reggeva la sua fattibilità economica dall'incasso del prezzo della cessione aziendale a seguito della proposta irrevocabile e condizionata all'acquisto formulata proprio dalla odierna società conduttrice. La proposta prevedeva la Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

corresponsione alla procedura a titolo di prezzo della somma di € 850.000,00.

Il venir meno dell'approvazione del concordato quale causa condizionata e sospensiva all'esercizio della proposta d'acquisto fa sì che i numeri del piano di risanamento non siano più attuali e utilizzabili a nostri fini in quanto irrealizzati.

Ai fini del conteggio del valore dell'azienda vengono di seguito riportati i prospetti del Conto Economico, dello Stato Patrimoniale e del Rendiconto Finanziario della società conduttrice con i relativi commenti.

Stato Patrimoniale e Conto Economico 2024-2025

Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE – ATTIVO	31.12.2025 (€)	31.12.2024 (€)
A) Crediti vs. soci per vers. ancora dovuti	0	0
B) IMMOBILIZZAZIONI		
<i>I – Immobilizzazioni immateriali</i>	0	0
<i>II – Immobilizzazioni materiali</i>	0	0
<i>III – Immobilizzazioni finanziarie</i>	5.180	5.180
Totale immobilizzazioni (B)	5.180	5.180
C) ATTIVO CIRCOLANTE		
<i>I – Rimanenze</i>	355.347	291.739
<i>II – Crediti esigibili entro esercizio succ.</i>	722.937	558.383
<i>II – Imposte anticipate</i>	62.860	10.198
<i>Totale crediti (II)</i>	785.797	568.581
<i>III – Attività finanziarie non immobilizzate</i>	0	0
<i>IV – Disponibilità liquide</i>	874.220	537.132
Totale attivo circolante (C)	2.015.364	1.397.452
D) Ratei e risconti attivi	0	346
TOTALE ATTIVO	2.020.544	1.402.978
STATO PATRIMONIALE – PASSIVO	31.12.2025 (€)	31.12.2024 (€)

Perizia della società "CREMONA" in liquidazione giudiziale"

A) PATRIMONIO NETTO		
<i>I – Capitale sociale</i>	10.000	10.000
<i>IV – Riserva legale</i>	2.000	554
<i>VIII – Utili portati a nuovo</i>	66.254	0
<i>IX – Utile (perdita) dell'esercizio</i>	96.656	67.700
Totale patrimonio netto (A)	174.910	78.254
B) Fondi per rischi e oneri	0	0
C) TFR di lavoro subordinato	61.143	39.184
D) DEBITI		
<i>Esigibili entro l'esercizio successivo</i>	1.774.370	1.281.939
Totale debiti (D)	1.774.370	1.281.939
E) Ratei e risconti passivi	10.121	3.601
TOTALE PASSIVO	2.020.544	1.402.978

Note analitiche allo Stato Patrimoniale

Il totale attivo cresce da €1.402.978 (2024) a €2.020.544 (2025), con un incremento del 44% riconducibile principalmente all'aumento delle disponibilità liquide (+€337.088, da rendiconto finanziario) e dei crediti commerciali (+€164.554). Le immobilizzazioni risultano assenti (materiali e immateriali a zero – a conferma dell'identità patrimoniale dell'azienda), ad eccezione di immobilizzazioni finanziarie di modesta entità (€5.180).

Il patrimonio netto cresce significativamente da €78.254 a €174.910, per effetto dell'utile d'esercizio 2025 (€ 96.656) e dell'incremento della riserva legale. I debiti totali ammontano a € 1.774.370, interamente a breve termine (esigibili entro l'esercizio successivo), con un incremento del 38% rispetto al 2024 (€ 1.281.939). Tale composizione del passivo, interamente a breve, evidenzia una struttura finanziaria caratterizzata da elevata leva e assenza di debiti a medio-lungo termine.

Il rapporto Debiti/Patrimonio Netto (Debt/Equity ratio) è pari a 10,1 x nel 2025 (€ 1.774.370 / €174.910), confermando la struttura patrimoniale a forte leva finanziaria assunta nel

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

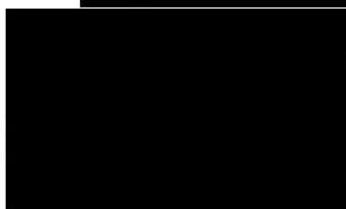
modello DCF ($D/V = 90\%$; $E/V = 10\%$). La posizione finanziaria netta (PFN) risulta negativa per € 38.938, calcolata come differenza tra disponibilità liquide (€ 874.220) e debiti finanziari verso la società partecipante (€ 913.158).

CONTO ECONOMICO – VOCI PRINCIPALI	31.12.2025 (€)	31.12.2024 (€)
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e prestazioni	4.791.788	4.674.778
5) Altri ricavi e proventi	75.847	83.639
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	4.867.635	4.758.417
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
6) Materie prime e merci	3.370.216	3.236.770
7) Servizi	378.658	383.989
8) Godimento beni di terzi	125.121	178.070
9) Personale (salari, oneri, TFR)	630.788	758.186
10d) Svalutazione crediti	226.013	45.603
11) Variaz. rimanenze materie prime	(63.610)	(3.375)
14) Oneri diversi di gestione	14.962	11.197
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	4.682.148	4.610.440
DIFFERENZA A-B (EBIT)	185.487	147.977
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI		
17) Interessi e oneri finanziari	(28.709)	(38.975)
Risultato prima delle imposte	156.778	109.002
20) Imposte sul reddito (IRES)	60.122	41.302
21) UTILE D'ESERCIZIO	96.656	67.700

Note analitiche al Conto Economico

I ricavi delle vendite mostrano una crescita del 2,5% nel 2025 rispetto al 2024 (da €4.674.778 a €4.791.788). Il margine operativo (EBIT) cresce da € 147.977 a €185.487 (+25,3%), con

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”



un'incidenza sui ricavi del 3,9% nel 2025.

Si segnala la voce straordinaria di svalutazione crediti pari a €226.013 nel 2025 (vs. €45.603 nel 2024).

Il costo del personale si riduce da €758.186 a €630.788 (-16,8%), riflettendo probabilmente ottimizzazioni dell'organico o sinergie in tale senso con la capogruppo. Gli oneri finanziari si riducono da €38.975 a €28.709 (-26,3%), in linea con la riduzione dell'indebitamento finanziario.

Rendiconto Finanziario metodo indiretto esercizi 2024–2025

RENDICONTO FINANZIARIO – METODO INDIRETTO	2025 (€)	2024 (€)
A) FLUSSO GESTIONE REDDITUALE		
Utile (perdita) dell'esercizio	96.656	67.700
Imposte sul reddito	60.122	41.302
(Proventi) e oneri finanziari	28.709	38.975
1. Utile prima di imposte, interessi e plus/minus	185.487	147.977
Acc. Fondo TFR e Indenn. suppl. clientela	34.276	43.137
Acc. Fondo svalutazione crediti	226.013	45.602
2. Flusso prima delle variaz. CCN	445.776	88.739
Variazioni capitale circolante netto	(153.194)	(163.804)
Interessi pagati e altre rettifiche	(41.026)	(59.430)
FLUSSO GESTIONE REDDITUALE (A)	251.556	13.482
B) FLUSSO ATTIVITÀ INVESTIMENTO		
Immobilizzazioni finanziarie	0	3.097
FLUSSO ATTIVITÀ INVESTIMENTO (B)	0	3.097
C) FLUSSO ATTIVITÀ FINANZIAMENTO		
Incremento debiti verso soci	85.532	147.654
FLUSSO ATTIVITÀ FINANZIAMENTO (C)	85.532	147.654

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale”

INCREMENTO DISPONIBILITÀ LIQUIDE (A+B+C)	337.088	164.233
<i>Disponibilità liquide al 1° gennaio</i>	537.132	372.899
DISPONIBILITÀ LIQUIDE AL 31 DICEMBRE	874.220	537.132

Il modello DCF è strutturato in cinque componenti principali: (1) calcolo del FCFF storico e sua normalizzazione; (2) proiezione dei flussi nel periodo esplicito 2026–2030 con applicazione dei tassi di crescita settoriali; (3) stima del WACC come tasso di attualizzazione; (4) calcolo del Terminal Value con il metodo Gordon Growth; (5) determinazione dell'Enterprise Value e dell'Equity Value.

FCFF e Rettifiche

Il Free Cash Flow to Firm (FCFF) è calcolato con il metodo indiretto a partire dal rendiconto finanziario: si precisa che non ci sono investimenti netti (non ci sono incrementi in immobilizzazioni la conduttrice si avvale della struttura patrimoniale della locatrice).

$$\text{FCFF} = \text{CFO} - \text{Capex}$$

$$\text{FCFF norm.} = \text{FCFF lordo} - \text{Eccedenza straordinaria svalutazione crediti}$$

$$\text{Eccedenza} = \text{Svalutazione 2025} - \text{Soglia fisiologica 2024}$$

$$\text{Eccedenza} = €226.013 - €45.603 = €180.410$$

$$\text{FCFF norm. 2025} = €251.556 - €180.410 = €71.146$$

Voce	2025 (€)	Note
CFO – Flusso gestione reddituale (A)	251.556	Da rendiconto finanziario 2025
Capex (investimenti netti – sezione B)	0	Nessun investimento in immobilizzazioni
FCFF lordo = CFO – Capex	251.556	Flusso ante normalizzazione
(-) Svalutazione crediti 2025 (totale)	(226.013)	Voce non monetaria – rendiconto metodo indiretto
(+) Soglia fisiologica 2024 (quota ricorrente)	+45.603	Dato storico 2024 – componente ordinaria mantenuta

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale” [REDACTED]

(-) Eccedenza straordinaria netta (180.410) = €226.013 – €45.603 – componente esclusa

FCFF NORMALIZZATO 2025 **71.146** Componente fisiologica €45.603 mantenuta

D. Calcolo del FCFF medio biennale normalizzato

In considerazione della presenza di soli due esercizi storici disponibili (2024 e 2025) e delle significative variazioni del capitale circolante netto che caratterizzano entrambi gli anni, si adotta il FCFF medio biennale normalizzato come base prospettica più rappresentativa, in conformità con la prassi OIV per i casi in cui il singolo anno non è sufficientemente rappresentativo della capacità generativa ordinaria.

$$\begin{aligned}\text{FCFF medio} &= (\text{FCFF norm. 2024} + \text{FCFF norm. 2025}) / 2 \\ \text{FCFF medio} &= (\text{€13.482} + \text{€71.146}) / 2 = \text{€42.314}\end{aligned}$$

Il FCFF 2024 (€13.482) NON viene rettificato: la svalutazione crediti 2024 (€45.602) è fisiologica e ricorrente, parte integrante del ciclo ordinario. Il basso valore 2024 dipende dalle variazioni negative del CCN (-€163.804) che hanno assorbito quasi tutto l'EBIT (€147.977). Il FCFF 2025 viene normalizzato escludendo solo l'eccedenza straordinaria (€180.410). Conforme a OIV PIV I.6.5 e I.6.6 (normalizzazione flussi storici e componenti non monetarie). La base dati costituita da due sole annualità (2024 e 2025) espone la stima a un rischio di non rappresentatività del FCFF normalizzato. Il fenomeno è quantificabile: il FCFF normalizzato 2025 (€71.146) risulta pari a circa 5,3 volte il FCFF normalizzato 2024 (€13.482), con un coefficiente di variazione tra le due annualità pari a circa il 68%. Si tratta di una dispersione elevata, che il solo utilizzo della media aritmetica non elimina completamente ma attenua e normalizza.

Per mitigare ulteriormente sono state adottate in perizia misure ai fini di trasparenza metodologica e verificabilità della stima consistenti in:

costruzione di tre scenari prospettici (Pessimistico, Base, Ottimistico) sui tassi di crescita del periodo esplicito 2026-2030, così da non fondare la proiezione su un'unica traiettoria deterministica derivata dal dato storico, in conformità a OIV PIV I.6.5 e I.6.6 in tema di incertezza (nel caso di specie la disponibilità di due annualità) dei flussi storici di riferimento;

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

validazione con ulteriore metodo indipendente: il metodo dei multipli di mercato, che non dipende dal dato storico biennale dell'affittuaria ma da comparabili di settore, restituisce un Equity Value scenario Base di € 664.369. La non identica convergenza tra due metodologie strutturalmente indipendenti costituisce un riscontro indiretto della bontà del dato di partenza (seppur riferito a due sole annualità), pur nell'ambito dei limiti propri di ciascun approccio.

Tassi di Crescita FCFF – Periodo Esplicito 2026 – 2030

Tassi di Crescita FCFF – Metodologia e Dati Banca d'Italia

I tassi di crescita annuali del FCFF nel periodo esplicito 2026–2030 sono determinati sulla base delle Proiezioni Macroeconomiche per l'Italia pubblicate dalla Banca d'Italia il 3 aprile 2026, integrate con i dati ISTAT per servizi (commercio ingrosso).

A. Dati Banca d'Italia – Proiezioni Macroeconomiche aprile 2026 (Tavola 1)

Indicatore (Tavola 1 Bdl)	2026	2027	2028	Note
PIL reale	+0,5%	+0,5%	+0,8%	Corretti per gg. lavorative
Consumi delle famiglie (reali)	+0,5%	+0,6%	+1,2%	Recupero nel 2028
Prezzi al consumo – IPCA	+2,6%	+1,8%	+1,9%	Rialzo 2026 da energia
IPCA core (al netto alim./energia)	+2,0%	+1,8%	+1,8%	Pressioni sottostanti
Consumi famiglie NOMINALI	+3,1%	+2,4%	+3,1%	Elaborazione: reale + IPCA

Fonte: Banca d'Italia – Proiezioni Macroeconomiche per l'Italia, 3 aprile 2026

B. Dati ISTAT – Differenziale strutturale commercio all'ingrosso

Dato ISTAT	Valore	Periodo	Fonte
Commercio all'ingrosso – fatturato tendenziale corretto per calendario	+1,1%	Dic. 2025 (vs dic. 2024)	ISTAT, Fatturato dell'industria e dei servizi, pubbl. 27/2/2026
Commercio all'ingrosso – fatturato	~+2,3%	Dic. 2025–	Elaborazione su

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale” [redacted]

tendenziale (media mobile ultimi mesi disponibili)		Mar. 2026	comunicati mensili ISTAT Fatturato industria e servizi
Commercio all'ingrosso – fatturato anno 2025 (gen-dic25/gen-dic24)	+0,4%	Anno 2025	ISTAT, Fatturato dell'industria e dei servizi, dic. 2025
Differenz. strutturale commercio all'ingrosso vs consumi nominali	~1,0 p.p.	2026	Elaborazione su dati ISTAT: scarto puntuale ~0,6 p.p. (2,9% consumi nom. Bdl – 2,3% fatturato ingrosso), arrotondato in via prudenziale a 1,0 p.p.

C. Formula di costruzione dei tassi

Consumi nom. (BdI) = Consumi reali (BdI) + IPCA (BdI)

Tasso FCFF = Consumi nom. (BdI) - Differenziale strutturale (ISTAT)

D. Tassi adottati per anno e scenario

Anno	Cons. nom. Bdl	Pessimistico	Base	Ottimistico	Motivazione analitica
2026	+3,1%	+1,5%	+2,0%	+2,5%	Cons. nom. 3,1% (Bdl) – differenziale strutturale commercio all'ingrosso vs consumi nominali: 1,0 p.p. (ISTAT, Fatturato industria e servizi, dic. 2025, sez. G Commercio all'ingrosso: fatturato tendenziale corretto per calendario dic25/dic24 +1,1%, media mobile ultimi mesi ~+2,3%, vs consumi nom. Bdl ~2,9%).
2027	+2,4%	+1,0%	+1,5%	+2,0%	Bdl: PIL +0,5%+IPCA +1,8% = cons. nom. +2,4%; differenziale strutturale commercio all'ingrosso vs consumi nominali ~0,9 p.p. (coerente con il dato ISTAT dic.2025/media mobile, v. nota metodologica e tabella ISTAT supra). Graduale rafforzamento attività

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale”

2028	+3,1%	+1,5%	+2,0%	+2,5%	Bdl: PIL +0,8%+IPCA +1,9% = +3,1%; Bdl Tav.1: consumi famiglie +1,2% (recupero 2028). Diff. ~1,1 p.p.
2029	~+2,6%	+1,0%	+1,5%	+2,0%	Extrapolazione Bdl: PIL +0,8% + IPCA core ~1,8% = PIL nom. ~2,6%. Diff. strutturale ~1,0 p.p.
2030	~+2,6%	+1,0%	+1,5%	+2,0%	Pre-terminal; IPCA core ~1,8% (Bdl); convergenza verso g perpetuo
g perpetuo	~+2,0%	+1,0%	+1,5%	+2,0%	IPCA core Bdl 2027-28: 1,8%; target BCE 2,0%. $g < WACC \checkmark$

WACC – Tasso di Attualizzazione

$$WACC = (E/V) \times K_e + (D/V) \times K_d \times (1 - t)$$

$$K_e = R_f + \text{Beta Levered} \times ERP + \text{Size Premium}$$

Parametro	Pessimistico	Base	Ottimistico	Fonte
Rf – Risk-free (BTP 5 anni lordo)	3,50%	3,50%	3,50%	MEF – Asta BTP apr. 2026; rendim. ~3,32–3,50%
Beta levered (settore “Food Wholesalers”)	0,70	0,62	0,55	Categoria Damodaran “Food Wholesalers” WESTER EUROPE 2026
ERP – Equity Risk Premium	7,0%	6,7%	6,4%	Damodaran – ctryprem.xls 5 gen. 2026; ERP Italia = 6,7%; Paper 2026 SSRN [REDACTED]
Size Premium	4,0%	3,0%	2,0%	Kroll Cost of Capital Navigator 2024; KPMG Valuation Guidelines 2024
$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{ERP} + \text{Size}$	12,40%	10,65%	9,02%	Formula CAPM estesa
Kd – Costo debito pre-tax	6,0%	5,5%	5,0%	Banca d'Italia – Bollettino Economico n.1/2025; tassi PMI commercio
Tax rate (IRES)	24%	24%	24%	D.P.R. 917/1986 art. 77
Peso Equity (E/V)	10%	10%	10%	Struttura capitale osservata – elevata leva finanziaria
Peso Debito (D/V)	90%	90%	90%	Debiti finanziari € 913.158 su totale fonti
WACC FINALE	5,34%	4,83%	4,32%	$= E/V \times K_e + D/V \times K_d \times (1-t)$

Perizia della società [REDACTED]

in liquidazione giudiziale”

Terminal Value - Metodo Gordon Growth

$$TV = FCFF_5 \times (1 + g) / (WACC - g)$$

$$PV(TV) = TV \times 1 / (1 + WACC)^5$$

Elemento	Pessimistico	Base	Ottimistico
FCFF normalizzato 2025 (base)	€ 42.314	€ 42.314	€ 42.314
FCFF stimato anno 5 (2030)	~€ 45.135	~€ 46.260	~€ 47.390
g perpetuo	1,0%	1,5%	2,0%
WACC - g (tasso capitalizzazione)	4,34%	3,33%	2,32%
TV al termine anno 5	€ 808.904	€ 1.114.790	€ 1.685.404

Risultati della Valutazione DCF

$$EV = \sum PV(FCFF_t) + PV(TV)$$

$$\text{Equity Value} = EV - PFN$$

Componente Enterprise Value	Pessimistico	Base	Ottimistico
$\Sigma PV FCFF$ periodo esplicito (2026-2030)	€ 188.785	€ 194.308	€ 199.968
PV Terminal Value	€ 808.904	€ 1.114.790	€ 1.685.404
ENTERPRISE VALUE (EV)	€ 997.689	€ 1.309.098	€ 1.885.372
Incidenza TV sull'EV	81%	85%	89%

Posizione Finanziaria Netta (PFN)	Importo	Fonte
Disponibilità liquide al 31.12.2025	€ 874.220	Rendiconto finanziario 2025
Debiti finanziari netti	(€ 913.158)	Stato patrimoniale 31.12.2025
PFN - Debito netto	(€ 38.938)	Liquidità < Debiti finanziari

EQUITY VALUE DCF	Pessimistico	Base	Ottimistico
Enterprise Value	€ 997.689	€ 1.309.098	€ 1.885.372
PFN (debito netto)	(€ 38.938)	(€ 38.938)	(€ 38.938)

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale"

EQUITY VALUE DCF

€ 958.751

€ 1.270.160

€ 1.846.434

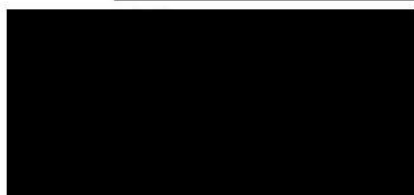
Test di sensitività alla struttura finanziaria (leva) e limiti del WACC adottato

La struttura finanziaria utilizzata nel calcolo del WACC (E/V 10% - D/V 90%) riflette la leva finanziaria effettivamente osservata in capo alla società affittuaria alla data di riferimento. Si segnala, per completezza metodologica, che il coefficiente Beta utilizzato (0,62 nello scenario Base - stima ragionata per il settore "Food Wholesalers") è un dato di settore che non necessariamente coincide con la leva specifica-osservata nel caso di specie.

Tale scelta metodologica, unita a un WACC contenuto (4,71% nello scenario Base), determina un'incidenza del Terminal Value sull'Enterprise Value particolarmente elevata (82%-89% a seconda dello scenario), che concentra su un singolo parametro - il tasso di crescita perpetuo il WACC stesso - una quota rilevante del valore complessivo. Al fine di verificare la tenuta della stima rispetto a tale concentrazione, si riporta di seguito un test di sensitività che ricalcola il WACC e l'Equity Value dello scenario Base adottando una struttura finanziaria con più equilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi, più prossima alla realtà economica per PMI del settore (E/V 40% - D/V 60%), a parità di costo dell'equity (K_e 9,45%) e costo del debito post-tax ($K_d \cdot (1-t)$ 4,18%) già utilizzati nello scenario Base:

Parametro	Struttura (effettiva)	adottata	Struttura alternativa (di stress-test)
Peso Equity (E/V)	10%		40%
Peso Debito (D/V)	90%		60%
WACC risultante	4,83%		6,77%
Σ PV FCFF periodo esplicito	€ 194.308		€ 184.156
PV Terminal Value	€ 1.114.790		€ 642.180
Enterprise Value (EV)	€ 1.309.098		€ 826.336
Equity Value (EV - PFN)	€ 1.270.160		€ 787.398

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



Il test evidenzia che, a parità di flussi e di costo del capitale unitario, una struttura finanziaria meno estrema ridurrebbe l'Equity Value dello scenario Base di circa il 38% (da € 1.270.160 a € 787.397); tale valore risulta inferiore anche al limite inferiore del range Pessimistico-Base sopra utilizzato (€ 958.751), confermando che la scelta della struttura finanziaria non è un dettaglio marginale ma un parametro che incide sul risultato finale in misura superiore a quella indotta dalla scelta stessa dello scenario di crescita (Pessimistico/Base/Ottimistico). Si ritiene corretto mantenere, quale ipotesi di base, la struttura finanziaria effettivamente osservata - trattandosi di un dato reale e non di un'ipotesi di struttura-obiettivo - ma il presente test viene esposto quale elemento di trasparenza e a presidio della difendibilità tecnica della stima rispetto all'elevata incidenza del Terminal Value sull'Enterprise Value.

Il metodo dei multipli che viene successivamente esposto è applicato come strumento di controllo e validazione del metodo principale prescelto (DCF). I multipli di settore sono estratti dal database "Distribuzione e commercio all'ingrosso", tratti da un'elaborazione su dati AIFI e Mediobanca relativi a transazioni M&A 2022-2024 su PMI italiane (Progetto di Business, 18 maggio 2026) il campione di riferimento è già costituito da transazioni su PMI italiane di dimensioni comparabili e non richiede aggiustamenti dimensionali forfettari.

Lo scostamento di valori tra i due approcci indica comunque un indizio di convergenza il contrario indicherebbe invece un'anomalia (la coincidenza sarebbe forzata e sospetta); i due metodi sono concettualmente differenti: il metodo DCF si basa sui dati contabili e finanziari dell'azienda affittuaria - suoi propri - mentre i multipli attingono a dati di mercato di enti societari terzi ma comunque comparabili. I metodi divergono per natura: il valore espresso dal metodo dei multipli è ancorato al mercato con prezzi e contrattazioni osservabili mentre il metodo DCF attraverso la proiezione di risultati futuri nel tempo con grado di incertezza

Dati economici base per i multipli

Grandezza	2025 (€)	Note
Ricavi delle vendite	4.791.788	Da conto economico
EBITDA rettificato (= EBIT)	185.487	Nessun ammortamento sval. crediti esclusa

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale”

EBIT	185.487	Coincide con EBITDA rettificato
Margine EBITDA / Ricavi	3,9%	Margine

Multipli di settore e calcolo EV

Multiplo	Pess.	Base	Ottim.	Fonte
EV/EBITDA rettificato	3,0x	3,75x	4,5x	Progetto di Business, "Multipli di settore in Italia" (18/5/2026) – elaborazione dati AIFI e Mediobanca 2022-2024, categoria "Distribuzione e commercio all'ingrosso": range 3,0x–4,5x
EV/EBIT	3,0x	3,75x	4,5x	Coincide con EV/EBITDA (nessun amm. ordinario)
EV/Ricavi	0,12x	0,15x	0,18x	Derivato da EV/EBITDA × margine EBITDA/Ricavi normalizzato (3,9%)

EV calcolato per multiplo	Pessimistico	Base	Ottimistico	Base metrica
EV da EV/EBITDA rett.	€ 556.461	€ 695.576	€ 834.692	EBITDA € 185.487
EV da EV/EBIT	€ 556.461	€ 695.576	€ 834.692	EBIT € 185.487
EV da EV/Ricavi	€ 575.015	€ 718.768	€ 862.522	Ricavi € 4.791.788
EV MEDIO (3 multipli)	€ 562.646	€ 703.307	€ 843.969	Media semplice

EQUITY VALUE per multiplo	Pessimistico	Base	Ottimistico	Note
Equity EV/EBITDA rett.	€ 517.523	€ 656.638	€ 795.754	EV – PFN (–€38.938)
Equity EV/EBIT	€ 517.523	€ 656.638	€ 795.754	EV – PFN (–€38.938)
Equity EV/Ricavi	€ 536.077	€ 679.830	€ 823.584	EV – PFN

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

				(-€38.938)
EQUITY VALUE MEDIO MULTIPLI	€ 523.708	€ 664.369	€ 805.031	Media dei tre multipli

Capitolo 5 La presenza di sinergie di gruppo.

In ossequio a quanto indicato nella guida operativa del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili precisamente alle pagine 16 si legge:

«Sovente le aziende in crisi si trovano ad essere oggetto di acquisizione o di affitto da parte di altre imprese che, nell'operazione straordinaria, intravedono opportunità di **sinergie** o, comunque, altri vantaggi strategici. In tali casi, la finalità della valutazione diventa quella di comprendere il "**valore potenziale**" dell'impresa, tenendo conto della crisi in cui essa si trova, ma anche, allo stesso tempo, delle sinergie ottenibili dall'acquisizione.»

il sottoscritto perito ritiene corretto ai fini dell'espressione del valore dell'azienda considerare la variabile oggettivamente presente annessa e strettamente legata alla situazione attuale dell'azienda anche in virtù del fatto che i dati di bilancio ed economici utilizzati per la redazione della perizia appartengono sì alla stessa azienda ma sotto la gestione della conduttrice quindi è plausibile ravvisare una **contaminazione** dei dati contabili presi a riferimento per la valutazione aziendale dovuti a sinergie e benefici economici derivanti dall'appartenenza ad un primario gruppo societario del settore quotato al mercato borsistico.

La variabile o le variabili delle sinergie di gruppo nel caso ivi sottoposto a valutazione sono **già però comprese nel valore stimato e non vanno quindi sommate bensì depurate**, in quanto, i dati contabili utilizzati nella perizia sono quelli dell'affittuaria che riflettono sicuramente la capacità operativa intrinseca dell'impresa affittata ma anche imprescindibilmente i benefici di appartenenza al gruppo resi dall'affittuaria. Tali sinergie risultano efficaci nei confronti dell'attuale società conduttrice e lo potrebbero essere anche nei confronti di altri gruppi societari appartenenti al settore merceologico di operatività ma con tutta onestà sarebbero **meno replicabili** in ipotesi di cessione del complesso aziendale per intero ad altre entità di minori dimensioni, meno organizzate e non appartenenti ad un gruppo del settore. Si ritiene quindi indispensabile quantificarle.

Le sinergie si potrebbero ipotizzare e sintetizzare in tali declinazioni e grandezze economiche di bilancio con conseguente effetto di sovrastima o sottostima dei dati:

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

Voce contabile	Influenza del gruppo	Effetto sui dati
Costo merci (€3.370.216)	Prezzi d'acquisto favorevoli da potere contrattuale del gruppo	Margine lordo sovrastimato
Servizi (€378.658)	Servizi infragruppo a costi ridotti o condivisi	Costo servizi sottostimato
Personale (€630.788)	Funzioni di staff centralizzate; -16,8% nel 2025	Costo personale sottostimato
Ricavi (€4.791.788)	Clientela e contratti veicolati dal gruppo	Ricavi sovrastimati vs capacità autonoma
Disponibilità liquide (€874.220)	Supporto finanziario e cash pooling di gruppo	Liquidità migliore
Oneri finanziari (€28.709)	Tassi intercompany agevolati; -26,3% nel 2025	Costo del debito sottostimato

Riscontro quantitativo: confronto con i bilanci della società locatrice (anni 2018-2019-2021-2022) e i dati della società conduttrice (anno 2025)

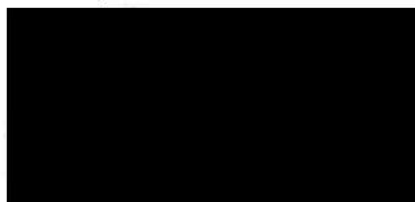
Dati di base (valori assoluti, in euro) utilizzati per il calcolo dei rapporti:

Voce (€)	2018	2019	2021	2022	Affittuaria 2025
Ricavi delle vendite	4.640.766	4.379.456	3.475.042	4.663.708	4.791.788
Costo merci / acquisti	3.346.605	3.282.130	2.302.764	3.359.510	3.370.216
Costo del personale	762.978	766.314	627.914	897.532	630.788
Oneri finanziari	161.955	156.623	133.322	136.704	28.709
Debiti finanziari	2.418.693	2.346.524	2.495.379	2.436.863	913.158

Fonte: bilanci d'esercizio 2018, 2019, 2021 e 2022 della società (agli atti della procedura, cfr. Capitolo 1); dati 2025 dell'affittuaria come da Tabella 22.

Al fine di sottoporre a verifica empirica le considerazioni in merito alle sinergie individuate, si è proceduto al confronto degli indicatori economici di bilancio dell'azienda nel periodo antecedente l'apertura della procedura di crisi ed antecedentemente alla stipula del contratto d'affitto d'azienda (esercizi 2018, 2019, 2021 e 2022) e i corrispondenti indicatori dell'attuale conduttrice (riferiti all'esercizio 2025, dati già esposti in precedenza). Si precisa che di è optato

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



per l'esclusione dell'esercizio 2020 in quanto anno fortemente anomalo a causa l'impatto della pandemia da Covid-19 sul canale Ho.Re.Ca. (fatturato quasi dimezzato). Il confronto su quattro esercizi, consente di verificare la stabilità strutturale del fenomeno: il rapporto costo merci/ricavi oscilla tra il 66,3% e il 74,9% nei quattro anni pre procedura della crisi e pre contratto di affitto (con una media del 71,3%, di poco superiore al 70,3% dell'affittuaria); il rapporto personale/ricavi mostra un trend più netto e in progressivo aumento (dal 16,4% del 2018 al 19,2% del 2022), a conferma che il dato del 2025 (13,2%) non è un'anomalia di un singolo anno ma il punto di arrivo di una discontinuità strutturale coerente con l'ingresso nel gruppo, particolarmente marcata sulla componente del costo del lavoro e, in misura minore ma osservabile, sul costo di approvvigionamento delle merci.

Indicatore	2018	2019	2021	2022	Media 4 anni	Affittuaria 2025	Differenza
Costo merci / Ricavi	72,1%	74,9%	66,3%	72,0%	71,3%	70,3%	−1,0 p.p.
Personale / Ricavi	16,4%	17,5%	18,1%	19,2%	17,8%	13,2%	−4,6 p.p.
Tasso impl. oneri fin. / debiti fin.	6,70%	6,67%	5,34%	5,61%	6,08%	3,14%	−2,94 p.p.
Voce	Differenza (p.p.)			Base di calcolo (2025)		Beneficio annuo calcolato	
Risparmio costo merci	−1,0 p.p.			Ricavi € 4.791.788		€ 48.221	
Risparmio costo personale	−4,6 p.p.			Ricavi € 4.791.788		€ 222.785	
Vantaggio finanziario	−2,94 p.p.			Debiti fin. € 913.158		€ 26.818	
TOTALE SINERGIE CALCOLATE CON DATI CONTABILI						€ 297.824	

Il confronto con i dati dei quattro bilanci d'esercizio (dell'attuale locatrice) conferma la fondatezza dell'esistenza di sinergie: il beneficio sul costo del personale (€ 222.785) risulta consistente, sussiste pure un vantaggio finanziario (€ 26.818); il risparmio sul costo di approvvigionamento delle merci (€ 48.221) riflette una minor differenza percentuale osservata su questa componente rispetto alle altre.

Si segnala, per onestà metodologica, che il confronto sconta anche fattori esogeni non integralmente riconducibili all'appartenenza al gruppo (evoluzione dei tassi di mercato tra il 2018 e il 2025, mutamenti nel mix di prodotto, effetti inflattivi, economie di scala da crescita

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

dimensionale dei ricavi), che il presente confronto non è in grado di captare completamente. Si segnala altresì che il rapporto costo merci/ricavi mostra una variabilità maggiore delle altre due componenti (66,3%-74,9% nei quattro anni), sicché il relativo beneficio calcolato (€ 48.221) va considerato con maggiore cautela rispetto a quello – più stabile e robusto – riferito al costo del personale e al vantaggio finanziario (€ 26.818). Nel complesso, il riscontro empirico su quattro esercizi risulta sufficientemente solido ed ancora a dati cristallizzati: si assume pertanto, quale valore delle sinergie di gruppo incluso nella stima, il dato calcolato puntualmente sulla base del confronto storico, **pari a complessivi € 297.824.**

Capitolo 6 La rettifica del valore per debolezza della parte venditrice

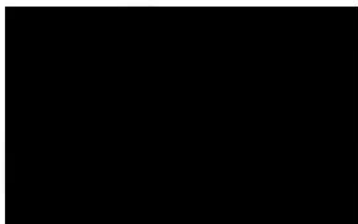
Continuando l'analisi della fattispecie concreta lo stesso documento emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili (Valutazione aziende in crisi: "Criticità e spunti di riflessione" a cura CNDCEC - Agosto 2025 pagina 15) richiama l'attenzione del valutatore circa:

*«.....il valore di liquidazione forzata dell'azienda in continuità alla data corrente: questo valore deve riflettere il rischio di ristrutturazione e del possibile insuccesso della ristrutturazione stessa. Il valore di liquidazione viene determinato applicando uno **sconto** al valore di mercato, correlato alla particolare debolezza del debitore ed inversamente proporzionale all'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti».*

Da una parte è pur vero che l'azienda oggetto di valutazione conserva benignamente un interesse da parte di altri operatori del settore con conseguente sopravvivenza del suo avviamento dato dalla continuità operativa garantita dal contratto d'affitto d'azienda di contrappeso non si può non tener conto che comunque il contesto in cui è inserita vede la cornice dell'assoggettamento ad una procedura della "crisi d'impresa".

Lo scenario assolutamente possibile (forse probabile) dell'interruzione dell'affitto d'azienda con conseguente ritorno dell'impresa nelle mani del curatore ed altrettanto conseguente enorme difficoltà pratica nella ripresa di un esercizio provvisorio dell'impresa impone la riflessione sul valore dell'azienda proprio come indicato nel documento del CNDCEC appena

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"



citato ed avallato e confermato dall'OIV nel Discussione paper 1/2025 alla pagina 30.

Si rifletta sulle difficoltà dopo anni di affitto d'azienda, al suo termine, di riprendere un esercizio provvisorio: riallacciare i rapporti con clienti gestiti da altro operatore (conduttrice) per lungo periodo antecedente, sostenimento della catena del freddo per conservazione dei prodotti da compravendere, ripristino rapporti di approvvigionamento con i fornitori, la procedura inoltre dovrebbe sostenere i costi del personale dipendente e della forza vendite per operare sul mercato.

I Principi Italiani di Valutazione definiscono il valore di mercato come il prezzo negoziato «fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)» (OIV, PIV I.6.3). Nelle vendite forzate, tali ipotesi vengono meno: il venditore è soggetto all'obbligo di vendere, sicché si rende necessaria una distinta configurazione di valore — il valore di vendita forzata.

Il valore di vendita forzata si ottiene sottraendo lo sconto da un valore base previamente stimato. Per le aziende in crisi — categoria cui appartiene il caso in esame — il valore base è il valore di mercato in condizioni di going concern condizi formalizzata nella dottrina, è:

$$WLF = WB \times (1 - SVF)$$

Simbolo	Significato
WLF	Valore di vendita forzata (Wert Liquidazione)
WB	Valore base: per le aziende in crisi, il valore concern condizionato (nel caso, il valore por
SVF	Sconto per vendita forzata (se applicabile)

Il fondamento empirico della rettifica è costituito da una ricerca pubblicata sulla Rivista dei Dottori Commercialisti (numero 1/2026), che riprende e sintetizza uno studio del 2021 di Gonnella e Talarico. La ricerca rappresenta il riferimento empirico italiano più autorevole sul “forced sale discount” applicato specificamente alle aziende in crisi.

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale”

Elemento	Descrizione
Oggetto	Cessioni di aziende e rami d'azienda in procedure concorsuali
Campione	74 transazioni selezionate da un dataset più ampio
Metodo	Confronto tra valore di stima (ex art. 107 L.F., oggi art. 216 CCII) e prezzo effettivo di aggiudicazione

I risultati dell'indagine, riportati testualmente, forniscono dati statistici pertinenti e puntuali sullo sconto per vendita forzata di aziende italiane:

Risultato	Valore
Casi con prezzo pari al valore di stima	39,19%
Casi con sconto per vendita forzata	60,81%
Sconto medio (sui casi scontati)	41,77%
Sconto mediano (sui casi scontati)	40,14%
Sconto minimo	0,39%
Sconto massimo	89,93%
Casi di vendita a prezzo pieno	Nessuno (0%)

Tali considerazioni, avvalorate da una concreta ricerca statistica di dottrina impongono di tener conto nella determinazione del valore aziendale di uno sconto per vendita forzata ancorato alle evidenze disponibili.

Le evidenze disponibili sono quale fattore ATTENUANTE la presenza di un contratto di affitto d'azienda che non concepisce un liquidazione atomistica e che preserva una continuità aziendale del valore avviamento; quali fattori AGGRAVANTI: la deperibilità dei beni compravenduti che in buona parte dipendono dalla catena del freddo (gelati e cibi sergelati), la natura deperibile impone una costrizione temporale di vendita accelerata (PIV III 6.6) inoltre la platea degli acquirenti deve obbligatoriamente fare riferimento a operatori dotati di infrastrutture di surgelazione sia per il trasporto refrigerato sia per lo stoccaggio (celle frigorifere).

Cercando di contemperare le variabili positive e negative non si può prescindere da una

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

[REDACTED]

[REDACTED]

valutazione anche dello stato di salute del mercato italiano del surgelato e del gelato per approfondire l'aspetto dell'appetibilità dell'azienda da parte del mercato e da parte dei competitori presenti sullo stesso.

I numeri chiave presi dal rapporto IIAS (Istituto Italiano Alimenti surgelati) al quale si associano i produttori italiani di prodotti surgelati mostra per l'anno 2024 con relativa tendenza per l'anno 2025 nel comparto in salute ed in ascesa:

1.030.323 t	+2,3%	17,5 kg	€5,7 mld
Consumo totale surgelati	Variazione 2023	Consumo pro capite annuo	Fatturato totale

Canale	Tonnellate 2023	Tonnellate 2024	Variazione	Fatturato 2024
Retail	633.064	652.643	+3,1%	€3,858 mld
Fuoricasa	374.094	377.680	+0,1%	€1,835 mld
TOTALE	1.007.158	1.030.323	+2,3%	€5,693 mld

Fonte: elaborazione Unione Italiana Food su dati NielsenIQ e Circana estatti dal sito dell'Istituto

Categoria	Tonnellate 2024	Trend
Vegetali (escluse patate)	>300.000	+1,9%
Patate surgelate	~100.000	Stabile
Ittico naturale e panato	~96.000	Dinamico
Pizze surgelate	~70.000	+3%
Piatti pronti	>66.000	Positivo
Specialità salate	~30.000	Positivo
Carni surgelate	~20.500	+4,1%
Surgelati senza glutine	~9.000	Positivo

4. TENDENZE PRIMO SEMESTRE 2025 (RETAIL)

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale"

+1,8%

Crescita in volume (gen-giu 2025 vs 2024)

+3,0%

Crescita in volume (gen-giu 2025 vs 2024)

Categorie in evidenza nel primo semestre 2025:

- Ittico naturale e panato
- Pizze surgelate
- Piatti pronti
- Surgelati senza glutine
- Vegetali naturali

SI passa ad analizzare il mercato del gelato (altro prodotto da parte della società [REDACTED] S.r.l.)

MERCATO DOMESTICO RETAIL (2024-2025)

Dati NielsenIQ – gelato domestico (retail), fine 2025:

Indicatore	Valore 2025	Variazione
Fatturato retail domestico	€1,5 miliardi	Stabile
Volumi venduti	206 mln kg	-1,4%
Confezioni vendute	465 milioni	-3%
Prezzo medio al kg	€7,31/kg	+1,5%

Il calo dei volumi è in parte attribuibile alla riduzione delle promozioni e al frenamento della struttura in confezioni più piccole a prezzi stabili o in aumento.

Perizia della società "[REDACTED]" in liquidazione giudiziale"

4. RETAIL vs OUT OF HOME

Il canale retail (GDO) pesa ormai per quasi la metà del fatturato complessivo del comparto. Il fuori casa (bar, gelaterie, HoReCa) resta il canale principale per volumi di consumo, con una distribuzione capillare su oltre 100.000 bar in tutta Italia.

Tendenza 2026 (primi mesi):

- **Retail: +9% a volume e +10,7% a valore rispetto allo stesso periodo 2025**
- Il ritorno del caldo anticipato favorisce la ripresa dei consumi domestici e fuori casa

5. SEGMENTI E TREND DI PRODOTTO

Segmento	Andamento 2024-2025	Note
Multipack	-1,9% a volume / -4,7% unità	62% del mercato retail
Stecchi	-10,1% a volume	Calo strutturale
Ghiaccioli e simili	+6,6% a volume	In controtendenza positiva
Barrette	+5,4% a volume	In crescita
Dessert gelato	+20,7% a valore	Forte crescita, Bon Bon +99,8%
Gelato vegetale (plant-based)	+3,7% nel 2025	Valsoia leader con 77,5% quota

Tre macro-tendenze strutturali:

- Co-branding con marchi dolciari tradizionali: Tonitto-Grisbi, Bauli-Gelato Buondi,

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

Sperlari-Galatine, Sammontana-Plasmon

- **Tendenza prodotti di alta gamma:** crescita di prodotti premium (es. linea Nuii di Froneri, Baci Gelato)
- Plant-based: gelato vegetale in crescita del +3,7% nel 2025, in controtendenza rispetto al convenzionale

6. PREFERENZE DEI CONSUMATORI (YouGov 2024)

82%	40,7%	23,2%	30,2%
Italiani che consumano gelato almeno 1 volta/settimana	Lo mangiano 3+ volte a settimana	Ha aumentato i consumi negli ultimi 5 anni	Prevede di aumentarli nei prossimi 3 anni

Sulla base delle considerazioni adottate, delle analisi condotte tenuto conto di tutti i fattori positivi e negativi influenti nella fattispecie considerata nonché tenuto conto delle indicazioni dottrinali e di prassi si assume un range di rettifica di valore compreso tra il 20% ed il 40%.

Verifica quantitativa della rettifica

Al fine di trasformare in un dato il più oggettivo possibile le considerazioni qualitative sin qui svolte, e per motivare in termini scientifici la percentuale di decurtazione poi concretamente adottata nel successivo Capitolo, si sottopone la fattispecie ad un modello di sintesi a fattori plurimi e considerati che si reputano attinenti al caso concreto, la prassi valutativa parla di quantificazione di sconti per illiquidità, per vendita forzata e per minoranza.

Il modello muove dal dato mediano campionario risultante dallo studio Gonnell-Talarico (2021), pari al 40,14%, e lo rettifica algebricamente sommando o sottraendo, in punti

Perizia della società [redacted] in liquidazione giudiziale” [redacted]

percentuali, l'impatto stimato di ciascun fattore attenuante o aggravante specificamente rilevato per l'azienda oggetto di stima, secondo quanto già esposto nei paragrafi precedenti:

Componente	Rettifica	Motivazione sintetica
Base di partenza – mediana campionaria (sconto su vendite forzate, aziende in crisi)	40,14%	Valore mediano rilevato sul sotto campione di transazioni scontate (Gonnella-Talarico, 2021)
(-) Continuità aziendale garantita da contratto d'affitto d'azienda pluriennale in essere (proroga sino al 31/12/2027)	-15,0	Il campione di riferimento include prevalentemente cessioni discontinue/atomistiche; nel caso di specie l'azienda opera ininterrottamente presso l'affittuaria da oltre due anni, con clientela, canali distributivi, forza vendita preservata
(-) Mercato di riferimento in fase espansiva (surgelati +2,3% 2024; gelato retail +9% / +10,7% inizio 2026)	-5,0	Maggiore appetibilità dell'azienda per potenziali acquirenti rispetto alla media campionaria, riferita a periodi e comparti meno favorevoli
(+) Deperibilità dei beni e necessità di infrastrutture dedicate (catena del freddo)	+3,0	Riduce il numero di acquirenti potenzialmente interessati (solo operatori con celle frigorifere e trasporto refrigerato) e comprime i tempi di trattativa (PIV III 6.6)
(+) Assoggettamento a procedura di liquidazione giudiziale	+2,0	Maggiore pressione/obbligo di realizzo rispetto alle transazioni concordatarie incluse nel campione di riferimento
Valore centrale stimato (somma algebrica)	25,1%	Punto di stima puntuale del modello
Intervallo di sensitività ($\pm$ variazione ragionevole sui singoli fattori)	18% – 32%	Banda di oscillazione a fronte dell'incertezza insita nella stima dei singoli addendi

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

Il modello quantitativo così costruito corrobora e restringe l' del 20%-40% sopra indicato, individuando un valore centrale di sensitività compresa indicativamente fra il 18% ed il 32%. La presenza, nel caso di specie, di fattori attenuanti (continuità gestionale garantita dal contratto d'affitto pluriennale e favorevole congiuntura del mercato di riferimento) e di fattori aggravanti negativi (deperibilità dei beni surgelati elevati costi energetici di mantenimento e stato di procedura) giustifica l'adozione, in ottica prudentiale, di un valore di rettifica collocato in prossimità del limite inferiore della banda così determinata, coerentemente con la percentuale mediana del 25,1% concretamente utilizzata nel successivo Capitolo 7 ai fini della determinazione del valore finale attribuito all'azienda.

Capitolo 7 Valore stimato dell'azienda S.a.s. di IN LIQUIDAZIONE

L'estensore, sulla base dell'analisi condotta, delle informazioni acquisite dagli organi della procedura e delle valutazioni effettuate secondo le assunzioni sopra esplicitate soprattutto tenendo conto della continuità operativa dell'azienda garantita dal contratto d'affittanza, conclude stimando il valore ascrivibile all'azienda SAS di in liquidazione giudiziale con espressa esclusione della parte immobiliare tra il valore pessimistico di euro **958.751** ed il valore di base di euro **1.270.160** (valori comprensivi delle sinergie di gruppo) valori ai quali applicare una rettifica per debolezza del venditore quantificata in una percentuale prudente media calcolata pari al 25,1%.

Si precisa che il range di valore sopra accolto ai fini della stima finale è stato intenzionalmente limitato ai soli scenari Pessimistico e Base, con esclusione dello scenario Ottimistico (che pure esprimerebbe un Equity Value DCF di € 1.846.434), per le seguenti ragioni, (coerenti con il principio di prudenza valutativa raccomandato dai Principi Italiani di Valutazione OIV, PIV I.6) e dal documento CNDCEC "Valutazione aziende in crisi" più volte richiamato nella presente relazione): lo scenario Ottimistico si fonda sulle ipotesi di crescita collocate nella fascia più elevata delle proiezioni

macroeconomiche di Banca d'Italia (es. consumi delle famiglie +1,2% nel 2028), non ancora confermate da un piano industriale formalizzato e vincolante per l'affittuaria; il precedente piano di risanamento ex art. 56 CCII, che avrebbe potuto costituire un riferimento documentale per ipotesi di sviluppo più favorevoli, è decaduto a seguito del mancato raggiungimento delle maggioranze concordatarie e non risulta sostituito da un nuovo piano formale; la finalità della presente perizia - resa nell'ambito di una procedura di liquidazione giudiziale - è la determinazione di un valore realizzabile e difendibile a tutela dei creditori concorsuali e dei potenziali acquirenti, contesto nel quale la dottrina raccomanda l'adozione di ipotesi prospettiche conservative, evitando la sopravvalutazione; lo scenario Ottimistico viene comunque conservato in perizia quale limite superiore della forbice di valore plausibile e quale utile riferimento per l'eventuale negoziazione tra le parti, senza tuttavia concorrere alla determinazione del valore centrale di stima.

In conclusione tutte le osservazioni, riflessioni e contestualizzazioni considerate si può ipotizzare che il valore dell'azienda oggetto della presente valutazione possa essere così calcolato: valore calcolato con metodo DCF scenario base € **1.270.160** al quale sottrarre il valore delle sinergie intrinseche per appartenenza ad un importante gruppo societario in via prudentiale per un valore complessivo pari ad € **297.824**; al valore così depurato ottenuto di € 972.336 si ritiene opportuno applicare una decurtazione percentuale calcolata prudentiale del 25,1% per il cosiddetto "contesto di debolezza del venditore" in quanto sottoposto a procedura di liquidazione giudiziale per un valore stimato finale di € **728.279**.

li 31/07/2026 -

Maurizio Carlo PINI

Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti

Contabili

FONTI E RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI UTILIZZATI

Principi di valutazione

- OIV – Organismo Italiano di Valutazione: Principi Italiani di Valutazione (PIV), edizione vigente – fondazioneoiv.it
- Organismo italiano di Valutazione - Discussione paper 1/2025 “La valutazione delle aziende in crisi”
- Documento Valutazione aziende in crisi: “Criticità e spunti di riflessione” a cura CNDCEC - Agosto 2025
- Guida pratica alle perizie di stima – Andrea Cecchetto - Eutekne -Novembre 2025
- Manuale della valutazione d'azienda – a cura di Marco Frazzini – Eutekne – Aprile 2024
- Documento SIDREA - CNDCEC “ Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi” -2016 –
- Rivista dei Dottori Commercialisti 1/2026 – Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano Lefebvre-Giuffré

Parametri finanziari

- Damodaran, A. – Betas by Sector Europe (betaEurope.xls), agg. 5/1/2026, Western Europe – Food Wholesalers: Beta levered 0,6137 arrotondato a 0,62
- Damodaran, A. – Country Risk Premium & ERP Italia (ctryprem.xls), 5 gennaio 2026 – ERP Italia
- Damodaran, A. – Equity Risk Premiums: The 2026 Edition, SSRN Paper n. [REDACTED] marzo 2026
- Kroll (ex Duff & Phelps) – Cost of Capital Navigator 2024
- KPMG Italia – Valuation Guidelines PMI 2024
- MEF – Aste BTP 5 anni aprile 2026; rendimento ~3,32–3,50%

Dati macroeconomici e di settore

Banca d'Italia – Fonte primaria tassi di crescita FCFF

- Proiezioni Macroeconomiche per l'Italia, 3 aprile 2026,

→ PDF ufficiale: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/proiezioni-macroeconomiche/2026/Proiezioni-macroeconomiche-Italia-aprile-2026.pdf>

- Bollettino Economico n.1/2025 – Tassi prestiti PMI settore commercio (Kd WACC)

→ Link: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2026-1/index.html>

ISTAT -

- – Fatturato dell'industria e dei servizi, dicembre 2025 (pubbl. 27/2/2026) – Sezione G, Commercio all'ingrosso

https://www.istat.it/wp-content/uploads/2026/02/fatturato_202512_it.pdf

Parametri finanziari WACC

- Damodaran, A. – Betas by Sector Europe (betaEurope.xls), "Date updated: 5/1/2026", foglio "Industry Averages", Western Europe – Food Wholesalers (11 imprese): Beta levered = 0,6137 – approssimato a 0,62
- Damodaran, A. – Country Risk Premium & ERP Italia (ctryprem.xls), 5 gen. 2026 – ERP Italia 6,7%
- Damodaran, A. – Equity Risk Premiums: The 2026 Edition, SSRN n. [REDACTED] marzo 2026
- MEF – Aste BTP 5 anni aprile 2026; rendimento 3,32–3,50% – dt.mef.gov.it
- Kroll – Cost of Capital Navigator 2024; KPMG Italia – Valuation Guidelines PMI 2024
- BCE – Strategia di politica monetaria; target inflazione 2,0%

Multipli di transazione PMI

- Progetto di Business (Baruffaldi, A.) – Multipli EBITDA per settore in Italia: i range reali per le PMI, 18 maggio 2026 (elaborazione dati AIFI e Mediobanca 2022-2024, categoria Distribuzione e commercio all'ingrosso: 3,0x–4,5x)
Link: <https://progettodibusiness.com/multipli-ebitda-per-settore-in-italia-i-range-reali-per-le-pmi/>

Pfeiffer, B. NIMBO, Cosa determina il valore di un commercio all'ingrosso?, agg. 25/8/2025 (moltiplicatore comune per grossisti PMI: 3x–6x) – <https://www.nimbo.net/it/valutazione-ingrosso>

Perizia della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale”

Repertorio N.ro 4741=

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

(Art. 1, n. 4, del R.D.L. 14 luglio 1937, n. 1666)

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventisei (2026), il giorno quattro (04) del mese di agosto.

In [redacted] nel mio studio in [redacted]

Avanti a me Sara Boselli, Notaio residente in [redacted] iscritto presso
Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di [redacted] e Crema, è presente il signor:

[redacted] nato a [redacted]

[redacted] dottore commercialista, con studio in [redacted]

della cui **identità personale io notaio sono certo**, il quale mi ha presentato la
relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge il Comparente il quale
presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:

*"Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di
non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".*

Di quanto sopra si fa constare col presente verbale, del quale ho dato lettura al
comparente, il quale a mia interpellanza lo ha approvato e con me lo
sottoscrive, alle ore 15.50.

Il perito

