

VALUTAZIONE DEL COMPLESSO AZIENDALE

DI



TRIBUNALE DI PADOVA
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE 116/2024

Giudice Delegato: dott. Vincenzo Cantelli
Liquidatore Giudiziale: dott. Alberto Mazzo

MARINA MANNA
Dottore Commercialista e
Revisore Legale

Padova, 27 febbraio 2025



ISTANZA N. 031
28/02/2025





1. PREMESSA	1
1.1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO	1
1.2. DATA DI RIFERIMENTO	1
1.3. PROFILO PROFESSIONALE	2
2. LA REALTÀ OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	2
2.1. LA SOCIETÀ	2
2.2. L'ATTIVITÀ SVOLTA ED IL MERCATO DI RIFERIMENTO	3
2.3. I DATI ECONOMICI E FINANZIARI	6
3. IL PERIMETRO DELL'INCARICO	10
4. IPOTESI E LIMITAZIONI	10
5. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	12
6. I METODI DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA	12
7. IL METODO ADOTTATO	17
7.1. LA DETERMINAZIONE DEL PARAMETRO K	18
7.1.1. INDIVIDUAZIONE DEGLI ELEMENTI ATTIVI E PASSIVI CHE COMPONGONO L'AZIENDA OGGETTO DI POSSIBILE CESSIONE	18
7.1.1.1. IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	19
7.1.1.2. IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	19
7.1.1.3. RIMANENZE	21
7.1.2. CALCOLO DELLE RETTIFICHE DA APPORTARE AL PATRIMONIO NETTO CONTABILE	21
7.1.3. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL PATRIMONIO NETTO	21
7.2. LA DETERMINAZIONE DEL PARAMETRO R	23
7.3. L'ORIZZONTE TEMPORALE E I TASSI DI VALUTAZIONE	26
8. CONCLUSIONI	27



1. PREMESSA

1.1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Il Dott. Alberto Mazzo, in qualità di Curatore della Procedura di Liquidazione Giudiziale [redacted] S.p.A. n. 116/2024 presso il Tribunale di Padova (di seguito anche "**Procedura**"), previa autorizzazione del Giudice Delegato Dott. Vincenzo Cantelli, ha conferito alla sottoscritta - Dott.ssa Marina Manna, con studio in Padova Via N. Tommaseo n. 68, C.F. MNNMRN60L66D643X, iscritta all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova e al Registro dei Revisori Legali - l'incarico professionale per la "**stima del valore economico della società e del canone di affitto dell'azienda**".

In data 8 gennaio 2025 il Dott. Alberto Mazzo ha comunicato, a mezzo e-mail, che non si rendeva "*più necessario eseguire la valutazione del canone d'affitto ma "solamente" determinare il valore economico dell'azienda di AG nella situazione attuale per promuovere entro breve una vendita competitiva ai sensi art. 214 CCI*".

*

In data 01.03.2024 l'organo amministrativo di [redacted] ha deliberato la proposta di accesso alla procedura di concordato preventivo di cui al Capo III, Titolo IV, Parte Prima del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ex D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (di seguito anche "**Codice**"). In data 09.03.2024, poi, è stata depositata presso il Tribunale di Padova la relativa Istanza di accesso alla procedura di concordato preventivo con riserva di deposito della documentazione di cui all'art. 44, comma 1 del Codice ed il Tribunale ha nominato la Dott.ssa Paola Carpanese quale commissario giudiziale della Procedura.

A seguito della mancata ammissione alla procedura di concordato preventivo, con sentenza n. 146/2024 del 19.09.2024 pubblicata il 23.09.2024, il Tribunale di Padova ha dichiarato l'apertura della procedura di liquidazione giudiziale della Società senza autorizzazione all'esercizio provvisorio dell'attività (Rif. N. Reg. Gen. 116/2024 RG) (di seguito anche "**Procedura**").

Quindi, come riportato nell'atto di nomina del perito estimatore, la determinazione del valore dell'azienda di AG è **finalizzata all'avvio della procedura di vendita competitiva** della stessa nell'ambito della procedura concorsuale sopra menzionata.

1.2. DATA DI RIFERIMENTO

Al fine della determinazione del valore del complesso aziendale di AG, la sottoscritta ha considerato la data del conferimento dell'incarico, tenuto conto che: i) l'ultima situazione contabile disponibile è riferita alla data del 23.09.2024; ii) i beni mobili sono stati stimati dall'Ing. Battilana con perizia di stima del 23.01.2025; iii) i beni immobili sono stati stimati dall'Ing. Battilana il 27.01.2025. E' stato riferito dal Curatore Dott.



Alberto Mazzo che le uniche circostanze rilevanti in relazione ai dati riportati nella situazione contabile al 23.09.2024 consistono nel mancato rinvenimento, alla data di apertura della liquidazione giudiziale, delle rimanenze di merci e prodotti finiti in magazzino e nel furto e danneggiamento di alcuni beni aziendali denunciato in data 28.11.2024.

1.3. PROFILO PROFESSIONALE

La scrivente è iscritta all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova al numero 374/A, al Registro dei Revisori Legali al numero 34702 con Decreto ministeriale del 12/04/1995 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 31bis del 21/04/1995 e al Registro dei Consulenti tecnici del Tribunale di Padova. Nel corso della propria attività professionale ha redatto numerose relazioni e perizie di stima del valore di aziende e di partecipazioni societarie.

Peraltro, la sottoscritta ha già svolto nel 2024, su incarico della Società e nelle more dell'istanza di ammissione alla procedura di concordato preventivo, una valutazione dell'azienda di AG riferita alla data del 31.12.2023, seppur in una prospettiva differente rispetto a quella attuale in quanto l'azienda era ancora in funzionamento.

2. LA REALTÀ OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

2.1. LA SOCIETÀ

AG è stata costituita nel 1991 e nello stesso anno ha avviato la propria attività di lavorazione e trasformazione di cereali e semi oleosi, nonché di commercio all'ingrosso di cereali, sementi, semi oleosi e prodotti per l'agricoltura e per la zootecnia.

La Società ha per oggetto le seguenti attività:

"- il commercio all'ingrosso e al minuto di cereali, di semi oleosi e sottoprodotti della molitura nonché' di mezzi tecnici per l'agricoltura e di ogni altro prodotto relativo all'agricoltura;

- la lavorazione e la trasformazione dei prodotti agricoli;*
- la vendita al minuto e all'ingrosso di prodotti alimentari da agricoltura biologica e non;*
- la consulenza e l'assistenza alle aziende agricole in ordine alle tecniche di produzione biologica;*
- la prestazione per conto di terzi di servizi inerenti il deposito e la conservazione dei prodotti agricoli;*
- l'esercizio dell'attività agricola ai sensi dell'art. 2135 codice civile e il commercio al minuto e all'ingrosso dei relativi prodotti;*
- la ricerca e lo sviluppo di tecnologie relative ai settori di cui sopra e la commercializzazione delle stesse.*

La società potrà effettuare l'importazione e l'esportazione di tutti i prodotti sopra indicati.

La società potrà inoltre divenire titolare di autorizzazioni amministrative per l'esercizio al dettaglio del commercio di beni della tabella xiv in particolare delle seguenti categorie: cat. 32 (ferramenta in genere per costruzioni, impianti, mobili, infissi ed affini); cat. 40 (animali domestici ed esotici); cat. 41 (fiori e piante); cat. 42 (prodotti per l'agricoltura e la zootecnica); cat. 50 (cordami e spaghi); cat. 66 (macchine,



attrezzature, articoli tecnici per l'agricoltura, industria, commercio ed artigianato).

La società potrà inoltre stipulare contratti di comodato di beni immobili presso terzi agricoltori e commercianti.

La società potrà inoltre:

a) acquistare, vendere, permutare, costruire in economia o mediante appalto, beni immobili sia rustici che urbani, tanto civili che industriali, locare e gestire detti beni;

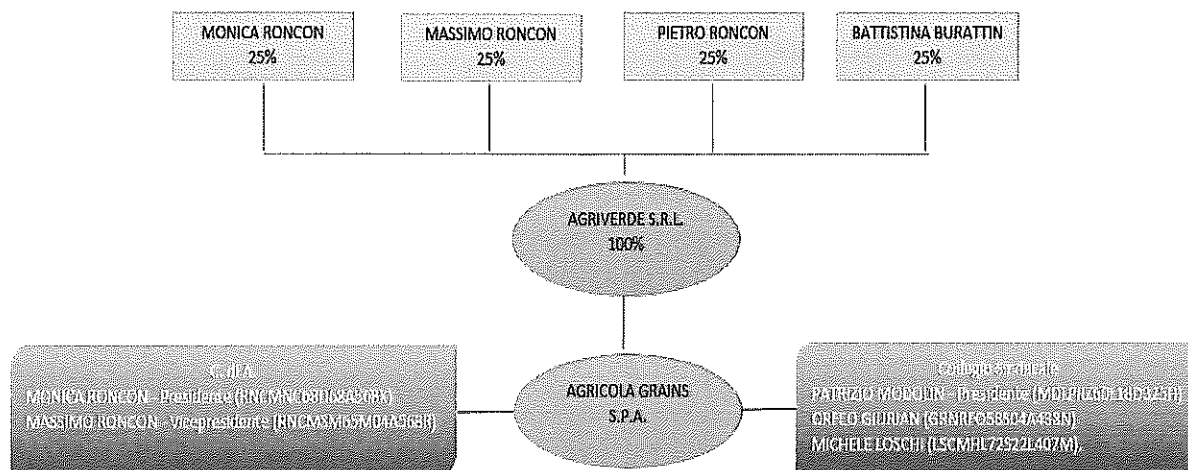
b) assumere partecipazioni ed interessenze in altre società od enti aventi oggetto analogo o connesso al proprio, solo a scopo di stabile investimento, con esclusione di qualsiasi fine di collocamento sul mercato, sia direttamente che indirettamente, finanziare e coordinare tecnicamente e finanziariamente le società ed enti nei quali partecipa anche indirettamente, svolgendo nei confronti delle stesse attività di servizi amministrativi, quali a titolo esemplificativo, tenuta della contabilità, gestione amministrativa, domiciliazione e gestione dei sistemi informatici;

c) compiere in proprio o per mandato ogni operazione finanziaria attiva o passiva nel rispetto delle disposizioni normative in materia e con esclusione di quelle riservate a istituti o enti di credito;

d) compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari ed immobiliari, che il Consiglio di amministrazione ritenga necessarie e/o utili ai fini sociali.

le attività finanziarie dovranno comunque essere svolte in via residuale e non prevalente ed in modo strumentale e funzionale al raggiungimento dell'oggetto sociale nel rispetto di ogni e qualsiasi normativa che disciplini l'esercizio di tali attività".

La proprietà e gli organi sociali sono così composti:



2.2. L'ATTIVITÀ SVOLTA ED IL MERCATO DI RIFERIMENTO

L'attività svolta fino alla dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale consisteva nella raccolta, lavorazione, trasformazione e commercializzazione all'ingrosso di cereali e proteoleaginose da agricoltura biologica. Più nel dettaglio, la Società prestava assistenza tecnico-agronomica agli agricoltori, predisponendo piani di coltivazione, forniva le sementi biologiche, analizzava la qualità del



raccolto per poi acquistarlo, stoccarlo, lavorarlo e venderlo. La lavorazione riguardava l'essiccatura, la tostatura, la spremitura di soia, girasole e colza. La vendita riguardava sia prodotti lavorati che materie prime.

AG ha servito principalmente il mercato nazionale e quello UE; solo in via marginale ha offerto i propri prodotti in mercati extra UE.

Per una esaustiva comprensione dello sviluppo, nel tempo, del mercato europeo del biologico, al fine di valutare le potenzialità dell'attività aziendale nei prossimi anni, si rinvia alla lettura del report edito da FiBL, IFOAM-Organics International intitolato *"The World of organic agriculture - statistics & emerging trends 2024"* (di seguito anche *"Report"*) (https://www.fibl.org/fileadmin/documents/shop/1747-organic-world-2024_light.pdf), di cui si riportano alcuni estratti grafici che rappresentano i tratti evolutivi storici del settore.

Table 21: Europe: Organic agricultural land in Europe and the European Union 2022

	Organic area [million ha]	Organic share [%]	Change 2021-2022 [%]	Change 2021-2022 [million ha]	Change 2013-2022 [%]	Change 2013-2022 [million ha]
European Union	16.9	10.4%	5.1%	+0.8	76.1%	7.3
Europe	18.5	3.7%	1.0%	+0.2	62.3%	7.1

Source: FiBL-AMI survey 2024 based on Eurostat and national data sources.

Europe: Organic shares of total agricultural land 2022

Source: FiBL-AMI survey 2024

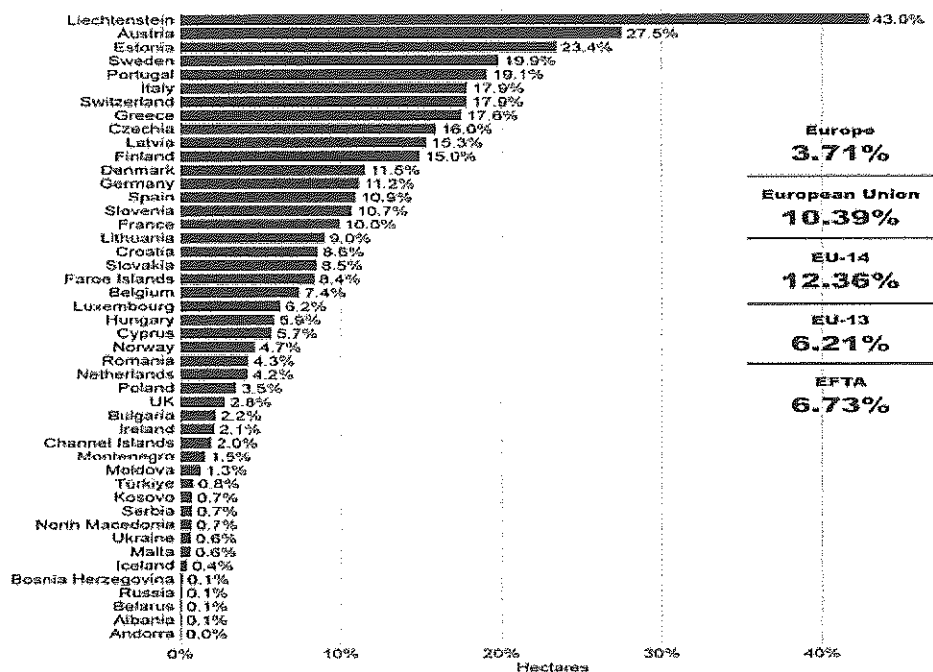


Figure 67: Europe: Organic shares of total agricultural land 2022

Source: FiBL-AMI survey 2024 based on national data sources and Eurostat. For detailed data sources, see annex, page 335.



Europe and the European Union: Development of organic agricultural land 2000 - 2022

Source: FiBL-AMI surveys 2001-2024, based on the national data sources and Eurostat

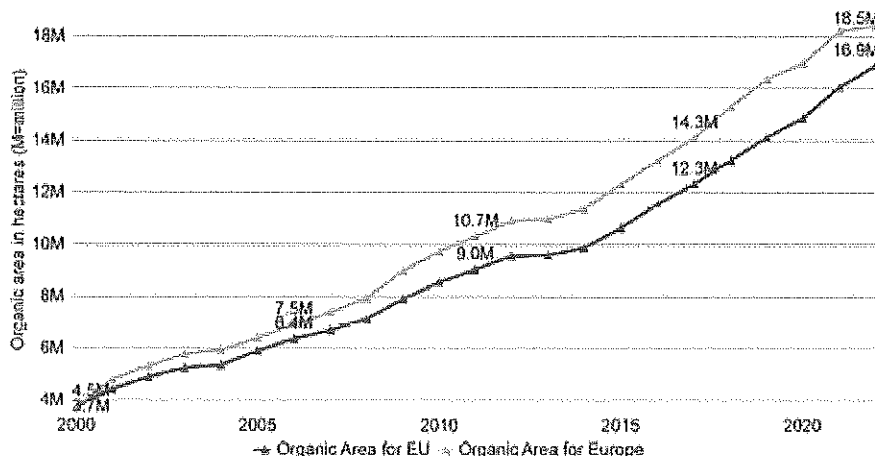


Figure 69: Europe and the European Union: Development of organic agricultural land 2000-2022

Source: FiBL-AMI Surveys 2006-2024 based on national data sources and Eurostat. The data for the European Union covers all countries that were members of the European Union in 2022

Europe and the European Union: Growth of organic retail sales 2000 - 2022

Source: FiBL-AMI surveys 2001-2023

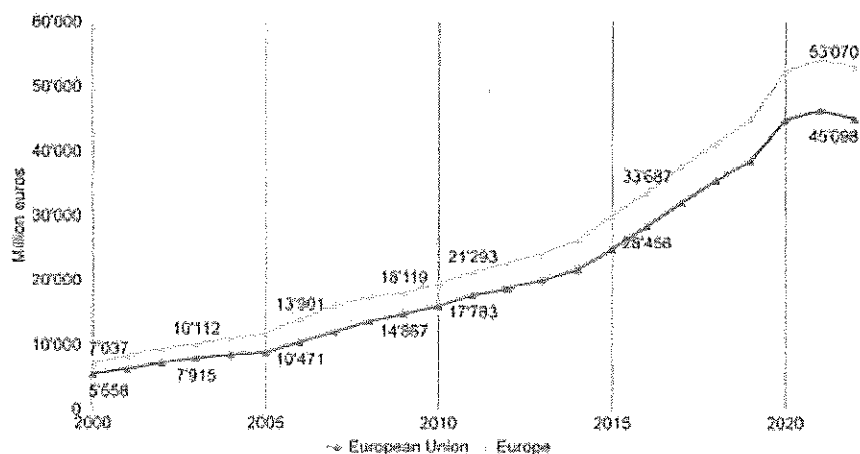


Figure 84: Growth of organic retail sales in Europe and the European Union, 2000-2022

Source: FiBL-AMI surveys 2004-2024, and OrganicDataNetwork Surveys 2013-2015

In ordine alle prospettive della diffusione del biologico nel mercato europeo, il Report afferma quanto segue: "Nel 2022, mentre i terreni agricoli biologici e il numero di produttori biologici hanno continuato a crescere, anche se a un ritmo moderato, si è registrato un calo delle vendite al dettaglio e delle importazioni biologiche nell'UE. Questo cambiamento ha segnato una svolta rispetto agli anni precedenti, in gran parte influenzati dallo scoppio della guerra in Ucraina. Nonostante la persistente consapevolezza delle tematiche relative all'agricoltura biologica, all'ambiente e alla salute, le sfide economiche erano al



centro dell'attenzione. La diminuzione dei redditi e l'aumento dei prezzi di vari beni di consumo, compresa l'energia, hanno portato alcuni segmenti della popolazione a ridurre gli acquisti di prodotti biologici. Si cercavano opzioni più convenienti. Un riflesso interessante di questa tendenza può essere visto in Germania, dove i robusti tassi di crescita dei prodotti biologici hanno continuato a persistere nonostante i notevoli aumenti dei prezzi in questi punti vendita. Guardando al futuro, anche il 2023 ha presentato la sua parte di sfide per il settore biologico, sebbene i dati preliminari disponibili al momento della stesura di questo articolo indichino segnali di ripresa in alcuni mercati. Per raggiungere l'obiettivo del Farm to Fork dell'UE di raggiungere il 25% di terreni agricoli biologici in Europa entro il 2030, diventa sempre più evidente che sono essenziali misure di sostegno tempestive e adeguate"¹ (pagina 213 del Report).

Pertanto, il mercato del biologico in Europa mostra, da oltre dieci anni, un andamento in costante crescita. Nel 2022, tuttavia, si è registrato un calo delle vendite al dettaglio dovuto principalmente al fenomeno inflazionistico che ha caratterizzato gli ultimi anni, ma il 2023 ha evidenziato cenni di ripresa.

2.3. I DATI ECONOMICI E FINANZIARI

Si riportano i dati economici e patrimoniali di AG esposti nei bilanci degli esercizi dal 2013 al 2022 e nelle situazioni contabili al 31.12.2023² (acquisita nel corso della relazione valutativa del 2024) e al 23.09.2024:

¹ Testo originale in lingua inglese, traduzione a cura della scrivente.

² Il bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2023 non risulta depositato al Registro delle Imprese.



CONTO ECONOMICO	22/09/2024 Eur	31/12/2023 EUR	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
	Situazione contabile	Situazione contabile	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio	Bilancio
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	1.065.612	18.947.546	72.481.035	75.390.032	80.067.423	79.780.207	87.200.098	86.583.393	61.189.198	59.496.711	51.518.524	39.263.112
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	1.116.559	39.016.039	81.529.613	87.545.942	70.399.805	79.147.904	79.681.381	79.537.276	77.356.216	58.729.519	47.896.973	39.379.736
A.2. Var. rimanenze prodotti	- 470.857	- 19.178.772	- 9.653.242	- 12.775.264	9.300.980	151.485	6.923.906	5.978.869	4.270.498	361.193	3.229.031	- 544.957
A.2. + A.3. Totale Variazioni	- 470.857	- 19.178.772	- 9.653.242	- 12.775.264	9.300.980	151.485	6.923.906	5.978.869	4.270.498	361.193	3.229.031	- 544.957
A.3. Altri ricavi	419.910	309.479	604.664	619.354	366.638	400.070	595.609	1.037.228	553.484	405.989	392.520	428.333
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	1.990.951	27.208.347	90.168.965	79.095.431	77.501.731	77.280.829	84.856.187	84.682.963	79.680.132	87.250.732	49.271.034	37.975.365
B.4. Materie prime e consumo	207.414	18.697.862	77.637.751	85.234.683	84.709.475	63.897.931	71.918.253	71.684.865	68.547.110	47.525.469	40.767.603	30.360.753
B.7. Servizi	587.661	6.034.335	8.859.364	8.367.568	7.910.605	8.394.161	8.396.324	8.389.692	8.931.850	6.049.657	5.650.333	4.405.886
B.8. Godimento beni di terzi	410.586	558.085	539.767	515.358	510.395	509.515	506.957	503.939	517.089	524.498	516.519	467.734
B.9. Totale costi del personale	625.461	2.456.938	3.045.462	2.955.731	2.662.244	2.636.182	2.326.359	1.947.168	1.896.070	1.646.810	1.499.887	1.330.756
B.10. TOT. Ammortamenti e svalut.	0	0	0	1.711.940	1.695.463	1.694.409	1.662.032	2.097.255	1.548.758	1.396.525	1.315.804	1.236.390
B.10.a. Amm. Immoib. Immat.	0	0	0	247.198	242.484	355.858	353.183	359.393	196.519	189.126	193.480	156.697
B.10.b. Amm. Immoib. Mat.	0	0	0	1.422.749	1.424.979	1.418.521	1.478.849	1.417.862	1.322.239	1.177.399	1.094.085	1.049.693
B.10.c+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	0	0	0	1.669.948	1.667.463	1.674.409	1.632.032	1.577.255	1.518.758	1.366.525	1.287.565	1.206.390
B.10.d. Svalut. crediti	0	0	0	42.000	28.000	20.000	30.000	520.000	30.000	30.000	28.239	30.000
B.11. Variazione materie	0	0	- 31.429	- 52.360	- 171.471	- 70.702	- 173.205	- 133.156	22.209	- 25.992	- 9.617	16.012
B.12. Accantonamenti per rischi	0	0	0	120.000	0	0	0	0	0	0	0	0
B.13. Altri accantonamenti	0	21.667	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	69.869	126.650	319.110	241.905	177.830	227.333	216.467	203.222	235.038	133.745	130.505	129.034
RISULTATO OPERATIVO	- 835.379	- 6.347.801	- 17.688.950	- 3.705.399	2.565.692	2.499.438	2.345.709	1.870.410	2.500.066	2.245.979	2.247.490	1.287.747
Valore Aggiunto	- 209.919	- 3.869.197	- 14.643.408	1.082.280	6.823.399	6.830.029	6.334.100	5.914.833	5.934.894	5.289.314	5.063.181	3.862.893
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	- 388.995	- 1.139.284	- 676.099	- 589.069	- 521.528	- 499.887	- 495.885	- 461.858	- 436.719	- 675.342	- 797.725	- 602.978
C.16. TOT. Altri Proventi	18.786	212.653	8.950	88	1.226	4.472	2.310	1.182	62.548	24.789	38.776	56.879
C.16.d. Proventi fin. Diversi	18.786	212.653	8.950	88	1.226	4.472	2.310	1.182	62.548	24.789	38.776	56.879
C.17. Totale Oneri finanziari	- 407.781	- 1.351.937	- 685.039	- 589.168	- 522.762	- 516.767	- 499.484	- 461.503	- 501.274	- 699.537	- 826.549	- 733.916
C.17.bis Utili e perdite su cambi	0	0	- 11	3	0	12.408	289	- 1.337	- 403	- 594	- 9.952	- 5.941
E. Totale delle perdite straordinarie (20-21)										- 190.637	- 482.963	- 208.797
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	- 1.224.374	- 7.487.086	- 18.365.049	- 4.294.160	2.044.164	1.999.551	1.848.824	1.408.752	2.061.337	1.360.000	866.892	395.972
20. Totale imposte sul reddito correnti, differite e	0	0	0	- 115	577.700	549.212	496.668	416.379	805.949	508.065	456.890	284.036
Imposte correnti	0	0	0	0	577.839	549.312	497.096	561.323	737.633	508.210	457.029	284.269
Imposte relative a esercizi precedenti	0	0	0	0	0	0	0	- 27.311	68.323	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte differite e anticipata	0	0	- 115	- 139	- 100	- 130	- 117.733	- 7	- 145	- 139	- 183	- 183
Imposte differite (+/-)	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte anticipata (+/-)	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	- 139	- 183
Prov. (oneri) da adesione al regime di trasparenza	0	0	0	0	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	- 1.224.374	- 7.487.086	- 18.365.049	- 4.294.353	3.516.464	1.450.339	1.351.956	992.473	1.255.388	871.935	509.912	111.946

STATO PATRIMONIALE	23/09/2024 EUR Situazione contabile	31/12/2023 EUR Situazione	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
ATTIVO												
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep. ind. Di quelle conc. in loc. Finanz.		17.273.555	16.660.742	8.265.589	9.263.318	8.249.621	7.746.724	7.702.568	8.199.479	7.661.914	7.895.627	6.852.949
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALE	806.229	1.123.185	1.059.105	727.762	882.473	929.526	433.027	491.397	594.557	677.877	703.510	680.344
B.I.1. Costi impianto e ampl.	1.754	2.339	2.339	2.339	0	0	0	1.480	3.673	5.866	9.184	7.025
B.I.2. Diritti ricerca e pubb.	28.139	42.443	13.062	3.262	545	728	7.362	17.532	31.358	48.431	36.505	43.672
B.I.3. Diritti brevetto ind.	161.007	251.134	105.114	82.124	92.655	84.751	16.917	26.738	19.744	29.848	42.689	13.469
B.I.4. Concessioni, licenze	21.762	48.458	131.845	39.186	45.280	30.372	20.155	27.122	10.590	10.263	8.794	5.797
B.I.5. Avviamento/Differenza di consolidamento di cui: Avviamento	120.602	135.643	135.643	135.643	150.484	165.726	160.767	195.808	210.850	225.991	240.332	255.974
B.I.7. Altre immobiliz. Immateriali	472.964	643.269	671.102	459.148	593.308	647.949	287.826	222.717	318.242	357.578	415.402	354.911
Fondo ammort. Immob. Immateriali	2.519.103	2.364.098	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	13.840.601	16.093.371	15.609.487	7.537.737	8.380.845	7.319.945	7.313.547	7.211.021	7.604.622	6.983.337	7.112.017	6.182.005
B.II.1. Terreni e fabbricati	1.203.702	1.249.916	1.119.133	1.006.151	1.040.147	1.072.142	1.098.759	1.136.372	1.143.893	1.066.031	824.145	841.927
B.II.2. Impianti	10.310.598	11.809.832	10.938.871	5.404.169	5.970.540	4.671.595	4.566.129	4.351.351	4.390.371	4.085.582	4.504.570	4.435.456
B.II.3. Attrez. Industriali	1.531.329	1.835.924	732.942	315.971	334.640	356.214	329.572	272.422	311.723	288.306	231.559	225.267
B.II.4. Altri beni	774.981	1.107.699	2.818.541	809.446	1.035.360	1.219.994	1.329.087	1.470.876	1.758.835	1.544.018	859.854	677.355
B.II.5. Imm. in corso/acconti	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	691.889	0
Fondo ammort. Immob. Materiali	18.112.390	18.858.019	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	34.936	56.099	150	150	150	150	150	150	100	100	100	100
B.III.1. TOT Partecipazioni	-	1.649	150	150	150	150	150	150	100	100	100	100
B.III.1.d.bis. Altre imprese	-	1.649	150	150	150	150	150	150	100	100	100	100
B.III.2.d.bis Cred. vs Altri oltre	34.936	55.250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.III. CREDITI FIN. A ALTRE	-	55.250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. ATTIVO CIRCOLANTE	4.741.134	6.691.011	29.347.467	43.783.666	51.083.077	42.300.921	44.091.551	37.526.678	31.139.455	25.222.499	24.475.871	20.967.196
C.I. TOTALE RIMANENZE	673.908	564.079	26.203.080	30.276.498	42.391.506	33.095.513	33.078.639	25.707.323	21.216.266	16.057.257	15.094.179	11.744.368
C.I.1. Materie prime	-	-	644.044	607.861	522.751	360.254	271.900	149.591	19.210	17.834	15.212	20.464
C.I.4. Prodotti finiti	673.908	564.079	19.998.867	28.756.882	41.324.816	32.246.863	32.113.050	25.138.237	19.156.361	14.901.659	14.517.085	11.271.955
C.I.5. Accenti	-	-	460.229	911.835	304.039	480.397	693.700	419.505	2.040.495	1.177.775	561.882	451.952
C.II. TOTALE CREDITI	4.053.841	6.086.587	6.432.937	13.204.528	9.226.826	9.039.547	10.752.929	11.505.017	9.770.911	8.550.830	9.117.202	9.063.760
C.II.1. Cred. vs Clienti entro	323.010	2.176.979	3.417.672	8.280.147	6.147.041	5.129.439	6.332.214	7.300.564	7.996.895	7.341.196	5.801.372	6.521.684
C.II.1. Cred. vs Clienti oltre	-	977.242	1.215.900	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.II.4. Cred. vs Controllanti oltre	2.333.785	2.333.785	2.333.785	0	0	0	0	0	0	77.813	1.758.313	1.149.213
C.II.5.bis. Cred. tributari entro	805.400	-	1.091.435	625.986	325.986	803.461	834.537	565.452	105.359	149.409	40.680	262
C.II.5.bis. Cred. tributari oltre	-	-	913	913	913	913	936	936	936	936	56.299	50.299
C.II.5. quater. Cred. verso altri entro	591.647	1.577.922	192.475	486.382	161.401	514.708	994.396	1.047.357	1.166.331	488.273	565.500	1.029.343
C.II.5. quater. Cred. verso altri oltre	-	-	500.000	2.471.795	2.471.795	2.471.795	2.471.785	2.471.785	2.471.785	500.000	500.000	312.000
C.III. Crediti a breve	3.754.602	4.870.397	9.315.930	6.754.128	6.564.349	8.280.208	9.032.296	9.269.975	7.980.061	6.808.590	7.552.188	-
C.III. Crediti a oltre	2.333.785	3.811.940	3.698.598	2.472.698	2.472.698	2.472.721	2.472.721	2.472.721	500.936	578.769	2.308.612	1.511.512
C.III. TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0	32.000	1.499	500	500	500	500	524	1.237	0	178.000	0
C.III.5. Strumenti finanziari derivati attivi	-	30.501	0	0	0	0	0	24	737	n.d.	n.d.	n.d.
C.III.6. Altri titoli	-	1.499	1.499	500	500	500	500	500	500	0	178.000	0
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	13.385	38.346	479.450	301.141	264.145	165.261	259.493	313.814	151.841	566.412	86.490	159.128
C.IV.1. Depositi bancari	12.880	37.378	478.121	299.728	263.765	164.285	258.979	311.866	149.650	563.756	86.766	152.891
C.IV.3. Denaro in cassa	505	1.019	1.329	1.413	1.380	1.076	504	1.948	1.391	2.656	5.724	5.611
D. RATEI E RISCONTI	1	14.093	114.793	100.227	112.329	114.546	81.817	287.038	64.953	64.199	29.136	29.063
TOTALE ATTIVO	19.422.901	23.978.659	46.131.002	52.149.482	61.258.724	50.665.086	51.920.092	45.516.284	39.403.087	32.948.612	32.400.634	27.859.208

STATO PATRIMONIALE	23/09/2024 EUR Situazione contabile	31/12/2023 EUR Situazione	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
Passivo												
PATRIMONIO NETTO												
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	14.819.959	-11.559.234	-4.072.146	8.070.337	12.353.740	9.327.318	8.876.649	7.522.275	6.534.027	5.279.084	4.407.149	3.848.481
A.I. Capitale sociale	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
A.III. Riserva di rivalutazione	6.186.989	6.186.989	6.186.989	0	1.524.058	0	0	0	0	0	0	0
A.IV. Riserva legale	479.609	479.609	479.609	479.609	403.786	331.269	263.671	214.047	151.278	107.681	82.187	76.589
A.VI. Altre riserve	6.890.154	6.890.154	6.890.157	6.890.156	5.925.455	4.547.635	4.263.277	3.320.428	2.127.810	1.299.468	815.050	659.946
A.VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	12.090	30.501	30.501	-5.075	-16.023	-1.925	-2.255	-4.673	-449	n.d.	n.d.	n.d.
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	32.567.346	-22.659.402	-4.294.353	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.IX. Utile/perdita di esercizio	821.455	-7.487.086	-16.365.049	-4.294.353	1.516.464	1.450.339	1.351.956	992.473	1.255.388	871.935	509.912	111.946
B. TOTALE FONDI RISCHI	610.773	250.450	259.284	253.359	132.307	106.309	94.539	108.981	93.469	80.284	68.284	60.284
B.1. Fondo di Quiescenza	160.951	160.951	139.284	128.284	116.284	104.284	92.284	104.284	92.284	80.284	68.284	60.284
B.3. Strumenti finanziari derivati passivi	12.090	0	0	5.075	16.023	1.925	2.255	4.697	1.185	n.d.	n.d.	n.d.
B.4. Altri Fondi	461.912	89.499	120.000	120.000	0	0	0	0	0	0	0	0
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	564.613	719.547	703.219	614.061	577.517	486.574	449.603	393.585	363.437	368.214	340.876	299.711
Debiti												
D. TOTALE DEBITI	33.356.524	34.057.453	49.037.785	42.495.160	47.483.017	39.945.546	41.701.108	36.041.677	30.872.156	25.856.122	26.100.336	22.664.554
D.3. Soci per finanziamenti entro	0	0	0	0	0	0	0	110.131	110.131	110.131	110.131	77.543
D.4. Banche entro l'esercizio	14.227.650	14.219.011	18.189.441	10.116.200	21.146.490	23.105.493	19.920.871	16.395.460	9.504.631	6.784.128	12.204.983	11.446.709
D.4. Banche oltre l'esercizio	6.813.658	6.821.383	4.911.674	5.296.030	7.871.109	3.256.446	4.091.025	4.331.867	2.299.650	5.695.544	1.825.856	1.686.981
D.6. Acconti entro	1.390.149	2.124.037	6.424.301	0	0	235.559	131.878	667.328	178.515	301.373	247.169	0
D.7. Fornitori entro	10.286.418	9.872.390	22.002.366	20.142.925	18.001.838	12.621.259	16.839.842	14.795.151	17.802.933	12.731.831	11.063.879	8.703.588
D.11. Controllanti entro	0	0	0	32.862	574.850	0	0	0	0	0	0	0
D.12. Debiti Tributari entro	1.137.395	1.163.511	979.852	242.780	180.582	167.596	114.869	95.787	316.758	152.656	214.474	187.602
D.12. Debiti Tributari oltre	0	0	0	0	0	0	0	0	0	64.077	156.135	192.230
D.13. Istituti previdenza entro	253.618	132.643	103.068	104.505	101.456	86.765	75.675	68.739	57.421	57.501	63.006	55.949
D.14. Altri Debiti entro	637.785	458.358	727.327	168.419	148.680	133.117	423.267	112.664	113.104	81.739	80.499	66.783
D. DEBITI A BREVE	27.236.070	44.126.111	37.199.130	39.611.908	36.689.100	37.610.083	31.709.810	28.572.506	20.096.501	24.118.345	20.785.343	0
D. DEBITI A LUNGO	6.821.383	4.911.674	5.296.030	7.871.109	3.256.446	4.091.025	4.331.867	2.299.650	5.759.621	1.981.991	1.879.211	0
Total debiti entro l'esercizio	26.542.866	27.236.070	44.126.111	37.199.130	39.611.908	36.689.100	37.610.083	31.709.810	28.572.506	20.096.501	24.118.345	20.785.343
Total debiti oltre l'esercizio	6.813.658	6.821.383	4.911.674	5.296.030	7.871.109	3.256.446	4.091.025	4.331.867	2.299.650	5.759.621	1.981.991	1.879.211
E. RATEI E RISCONTI	113.868	510.443	202.860	716.565	712.143	799.441	798.193	1.449.766	1.540.798	1.364.908	1.483.987	986.178
TOTALE PASSIVO	19.825.820	23.978.659	46.131.002	52.149.482	61.258.724	50.665.088	51.920.092	45.516.284	39.403.887	32.948.612	32.400.634	27.859.208



3. IL PERIMETRO DELL'INCARICO

Come anticipato in premessa, è stato richiesto alla sottoscritta di stimare il valore del complesso aziendale di AG **nell'ottica della cessione attraverso gara competitiva**.

Al fine di definire il perimetro valutativo è necessario richiamare alcune delle informazioni fornite alla sottoscritta dal Curatore Dott. Alberto Mazzo:

- l'attività è ferma da alcuni mesi e gli impianti ed i macchinari non sono in funzione, benché idonei e funzionali alla ripresa dell'attività aziendale;
- il personale dipendente, composto da 22 unità, è attualmente in cassa integrazione guadagni straordinaria per cessazione di attività (ai sensi dell'art. 44 del decreto-legge n. 109/2018 convertito, con modificazioni, dalla legge n. 130/2018) e la misura di sostegno dura fino al 22 settembre del corrente anno;
- alcuni operatori economici del settore di riferimento hanno manifestato interesse all'acquisizione dell'Azienda costituita da beni strumentali, 22 rapporti di lavoro dipendente e beni immobili così costituiti:

Estremi catastali	Titolo	Decorrenza della locazione	Termine della locazione	Canone annuo di locazione	Note
Arre (PD), Via Sorgaglia, foglio 7, particella 475, categoria D/7	Proprietà	--	--	--	--
Arre (PD), Via Sorgaglia, 11, foglio 7, part. 421, sub 3 cat. A/2, sub. 10 cat. D/7 e sub. 8 cat. C/1	In locazione da 	01/01/14	31/12/26	€ 240.000 oltre agli aggiornamenti ISTAT	
Arre (PD), terreno di c.a. 4.435 foglio 7, mappale 659	In locazione da 	01/03/10	28/02/26	€ 159.000 oltre agli aggiornamenti ISTAT	Sito in cui sono presenti i Silos per lo stoccaggio delle granaglie

*

Pertanto, si ritiene che il perimetro aziendale oggetto di valutazione sia rappresentato dal *know how* di cui sono portatori i lavoratori dipendenti, dagli impianti e macchinari, immobili e terreni di proprietà. Quindi, esclusi dal perimetro aziendale tutti i debiti ed i crediti, la scrivente ha esaminato la composizione delle immobilizzazioni immateriali e delle immobilizzazioni materiali iscritte nella situazione contabile al 23.09.2024, al fine di determinare se queste rientrano o meno nel perimetro aziendale, ed è giunta alle conclusioni riportate nel successivo paragrafo 7.1.

4. IPOTESI E LIMITAZIONI

La valutazione oggetto di incarico comporta una serie di assunzioni e limitazioni riferite alla specifica situazione in cui versa l'Azienda, nonché al contesto in cui opera.

Le assunzioni:

- al momento della stesura della presente relazione l'Azienda è inattiva;
- gli impianti ed i macchinari non sono in funzione, benché idonei a riprendere la funzionalità





- nell'ottica di riavvio della produzione;
- iii. la dotazione di capitale umano, rappresentato dai 22 dipendenti in carico al momento della stesura del presente incarico, è in grado di sostenere il riavvio dell'attività produttiva in tempi ragionevolmente brevi;
 - iv. pertanto, anche in funzione della finalità della presente stima, si ritiene che la valutazione in oggetto debba essere svolta in un'ottica di continuità nell'ipotesi in cui un operatore economico subentri nella gestione dell'Azienda;
 - v. l'avviamento, quale componente economica del valore (intesa in termini di capacità dell'Azienda di generare reddito), è strettamente correlato al piano di rilancio che l'operatore economico interessato alla gestione dell'Azienda dovesse decidere di realizzare;

Le limitazioni:

- i. la valutazione non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);
- ii. tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società, direttamente o tramite i suoi professionisti, o sono state tratte da fonti pubbliche;
- iii. la scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato attività di revisione sui dati forniti non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- iv. i dati desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sotto specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali ed economiche;
- v. la conformità dei bilanci approvati dall'assemblea dei soci di AG e presi in esame dalla scrivente, con le norme di redazione del bilancio e con i principi contabili e, quindi, la veridicità e la correttezza dei dati ivi rappresentati è stata certificata dalla società di revisione Crowe Bompani S.p.A.;
- vi. il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento dell'attività. L'assenza di un piano industriale di rilancio dell'attività di impresa, che dia evidenza dei dati economici prospettici, aumenta l'alea che, già di per sé, permea la



stima del valore di qualsiasi azienda. Nel caso delle aziende in crisi, tale incertezza assume un peso ancora più rilevante in quanto si deve operare sul presupposto che l'operatore economico che la conduce riesca ad implementare con successo l'attività di risanamento nel più breve tempo possibile. La componente temporale, intesa, appunto, quale periodo necessario affinché l'Azienda torni a livelli di redditività positiva, rappresenta una variabile molto sensibile nella definizione del valore e l'assenza di prospettive formalizzate in un piano industriale accentua, appunto, l'incertezza di qualsiasi ipotesi di lavoro si assuma alla base della valutazione;

- vii. le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- viii. la presente relazione non può essere utilizzata per scopi diversi da quelli per i quali è stata redatta;
- ix. l'incarico è stato svolto sulla base della migliore dottrina in materia e sulla base dei Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione), al meglio della conoscenza della sottoscritta.

5. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

La sottoscritta ha acquisito le informazioni necessarie alla stesura del presente elaborato attraverso l'esame della documentazione consegnata da AG in occasione dell'incarico di stima conferito nel 2024, nonché di quella consegnata dal Curatore Dott. Alberto Mazzo nell'ambito dell'incarico di cui alla presente relazione di stima.

In particolare, sono stati utilizzati i seguenti documenti:

- bilanci degli esercizi dal 2013 al 2022 e situazioni contabili al 31.12.2023³ ed al 23.09.2024;
- stampa provvisoria del registro dei cespiti aggiornato al 31.12.2023;
- perizia di stima dei beni immobili dell'Ing. Battilana del 27.01.2025 e relativi allegati;
- perizia di stima dei beni mobili dell'Ing. Battilana del 23.01.2025 e relativi allegati;
- inventario dei beni mobili aziendali della Curatela.

È stata, altresì, esaminata ulteriore documentazione fornita a supporto di quanto sopra elencato.

6. I METODI DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA

Il primo elemento da assumere ai fini della presente valutazione è costituito, senz'altro, dai bilanci d'esercizio approvati dall'assemblea degli azionisti che la Società è tenuta a redigere nel rispetto dei

³ Il bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2023 non risulta depositato al Registro delle Imprese.



principi di cui agli artt. 2423 e dei Principi Contabili. È tuttavia evidente che il valore aziendale non può identificarsi *tout court* nel valore del patrimonio netto espresso nei bilanci stessi per l'ovvia considerazione che le finalità proprie del documento contabile non sono quelle estimative.

La valutazione di qualsiasi azienda comporta l'adozione di specifiche formule matematiche, basate su dati di natura contabile, integrate dall'analisi di altre informazioni non attinenti alla contabilità in senso stretto, come sarà illustrato nel prosieguo. È comunque necessario premettere che il processo valutativo non può risolversi neanche in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extracontabili. Questa regola generale vale soprattutto nella scelta delle variabili che concorrono alla determinazione del risultato. Tale scelta risente necessariamente di una certa soggettività, legata a sua volta all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale. Nell'ottica valutativa va poi tenuto conto non solo della realtà in cui la Società opera, ma anche delle basi teoriche che la più avanzata dottrina ha elaborato in materia.

Va notato, a tal fine, che per la definizione del valore congruamente attribuibile ad un'azienda la dottrina economico-aziendale e la pratica professionale hanno messo a punto diversi procedimenti, aventi contenuto:

- patrimoniale;
- reddituale;
- misto;
- finanziario;
- di *private equity*.

A. Metodi patrimoniali

Per quanto riguarda i metodi patrimoniali, la loro caratteristica peculiare è il fondarsi su di un principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Si tratta, in altri termini, di determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di una struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) identica a quella a cui si riferisce la valutazione.

Non si tiene conto, invece, della redditività prospettica del capitale, ammettendo implicitamente che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

Tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili. Solitamente, infatti, si assume quale valore di partenza il capitale netto contabile, desunto dalle rilevazioni contabili alla data della valutazione.

Il secondo passo metodologico consiste nel procedere ad una revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, allo scopo di verificare la correttezza sostanziale delle singole poste, vale a dire la loro rispondenza ai "corretti principi contabili" che presiedono alla redazione del bilancio d'esercizio.

Un secondo ordine di elaborazioni prevede la ri-espressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni anzidette.

Mentre gli elementi passivi del patrimonio sono sempre presi in considerazione, gli elementi attivi sono variamente trattati. Sotto questo punto di vista è possibile distinguere tra:

- metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali e gli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.);
- metodi patrimoniali complessi, che mirano ad attribuire un valore anche agli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale, sempreché risultino apprezzabili con qualche fondamento.

Tra i metodi patrimoniali complessi è possibile distinguere, ulteriormente, tra:

- analitici, cioè con valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali;
- empirici, cioè con valorizzazione di beni immateriali basata su parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato. Questi risultano ammissibili solo se le osservazioni empiriche sono ripetute e riferite ad aziende omogenee; deve inoltre esistere una corrispondenza di massima tra valore così individuato ed attese reddituali dell'azienda.

Generalmente i metodi patrimoniali, stante la "staticità" degli elementi presi a fondamento, sono utilizzati per la stima di società immobiliari di gestione e per le holding di mera partecipazione: società, cioè, caratterizzate dall'assenza di una gestione operativa.

B. Metodi reddituali

L'idea generale che ispira tutti i metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Il valore dell'azienda (W) è perciò concepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R):

$$W = f(R).$$

Si tratta, in sostanza, di una funzione di capitalizzazione, nel senso che la grandezza W si suppone, per ipotesi universalmente accolta, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Tale funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano di durata indefinita, di durata limitata nel tempo oppure legati alla vita di una persona. Quando l'ipotesi accolta è la prima, la formula per la determinazione del valore si esprime con:

$$W = R/i$$

in cui:

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

Nel caso di orizzonte temporale limitato, la configurazione della formula valutativa è quella relativa all'attualizzazione di una rendita annua della durata di n anni:

$$W = R \cdot a \overline{n} i$$



Il ricorso alla soluzione della durata illimitata è stata, generalmente, quella più frequentemente utilizzata; quella della durata limitata è utilizzata solo nei casi in cui circostanze obiettive consentano di stabilire un limite alla vita economica dell'azienda.

La logica dei metodi reddituali appare evidentemente più fondata di quella relativa ai metodi patrimoniali.

Dal punto di vista pratico un primo problema da affrontare relativamente all'applicazione dei metodi reddituali riguarda la stima del reddito medio atteso in quanto si basa sulla definizione di eventi futuri in parte imprevedibili. A tale riguardo, i criteri di previsione più comunemente utilizzati sono i seguenti:

- metodo dei risultati storici che suppone la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti;
- metodo di proiezione dei risultati economici con cui si proiettano i risultati storici nel futuro in funzione del probabile comportamento di alcune variabili;
- metodo dei risultati programmati che si basa sui risultati economici espressi nei piani e nei programmi aziendali;
- metodo dell'innovazione che si basa sull'assunzione di una serie di condizioni di gestione futura, giudicate probabili anche se non ancora sperimentate, e sulla conseguente valutazione delle prospettive in termini di reddito.

Nella pratica si possono comunque adottare procedimenti che tengano in considerazione due o più dei metodi sopra esposti. Inoltre, va tenuto conto del fatto che in tempi di inflazione la valutazione del tipo reddituale esige l'adozione di opportune cautele metodologiche che incidono sulla sostanza dei criteri innanzi presentati.

Un secondo problema relativo all'adozione dei metodi reddituali concerne la scelta dei tassi di attualizzazione per la quale il criterio generalmente preferito è quello cosiddetto del "tasso opportunità", che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto, a parità di rischio, da investimenti alternativi.

C. Metodi misti

Tali approcci coniugano i criteri informativi delle stime patrimoniali e reddituali viste in precedenza.

La valutazione, cioè, si basa sulla contemporanea ponderazione dell'assetto patrimoniale dell'azienda (elemento di obiettività e verificabilità) e della sua presumibile redditività futura (che, da un punto di vista concettuale, è elemento essenziale nella definizione del valore dell'azienda): è evidente che tali metodi riducono il rischio di risultati eccessivamente forzati, per eccesso o per difetto.

Le metodologie di tipo misto principalmente adottate sono due:

- metodo del valore medio, secondo il quale il valore dell'azienda è dato dalla media aritmetica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale e del valore di attualizzazione del reddito medio prospettico che si presume di ottenere, si esplica con la formula:

$$W = (K + R/i)/2.$$



in cui:

K = capitale netto rettificato a valori correnti, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice;

- metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito (o della stima autonoma dell'avviamento), che gode di ampio credito anche a livello internazionale. Il valore aziendale viene determinato sommando il valore corrente dell'aggregato patrimoniale a quello attribuibile all'avviamento, distintamente considerato. In sintesi:

$$W = K + (R - iK) \cdot n \cdot i'$$

in cui:

n = durata in anni del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale (sovrareddito o carenza di reddito);

i' = tasso di attualizzazione del divario medesimo (va inteso, a differenza di «i», come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo).

Il secondo addendo rappresenta, quindi, il valore attribuibile all'avviamento, che viene calcolato mediante l'attualizzazione del divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito.

I motivi che inducono ad accogliere l'ipotesi della durata temporanea del divario di reddito possono essere individuati (con riferimento all'avviamento positivo) nell'incertezza che caratterizza, in generale, la permanenza dei fattori di avviamento.

Peraltro, essendo le società solitamente atte a perdurare nel tempo (secondo il noto *going concern principle*) e qualora sussistano condizioni idonee a far ritenere plausibile il verificarsi di un valore positivo dell'avviamento per un arco temporale non limitato al medio periodo, la formula da applicare sarà, in tali casi, quella che prevede la capitalizzazione perpetua del sovra-reddito, ovvero:

$$W = K + (R - iK) / i'$$

D. Metodi finanziari

Tra i sistemi di valutazione delle aziende in esercizio vengono ricompresi anche i metodi di tipo finanziario, fondati sul concetto generale secondo cui il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro al netto dell'indebitamento finanziario (essi, dunque, si ispirano al criterio di stima economica di un generico investimento).

Tra questi, il più diffuso è il sistema dell'*unlevered free cash-flow*, che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa (al lordo degli interessi passivi e dei dividendi distribuiti, come pure delle variazioni delle poste finanziarie e di patrimonio netto). Tale metodo è sintetizzato dalla formula:

$$W = \text{van (FCF)} - D$$

dove:

van (FCF) = valore attuale netto dei flussi di cassa della gestione operativa;

D = indebitamento finanziario netto.

Aspetti fondamentali e particolarmente delicati di questo metodo valutativo sono: (i) la stima dei flussi



di cassa operativi che verranno generati dalle future gestioni; (ii) la stima di un *terminal value*, ovvero di un valore residuo al termine del periodo considerato; (iii) la scelta del tasso di attualizzazione, che deve comprendere anche una componente di rischio tale da remunerare l'ipotetico investimento.

E. Metodi di valutazione di *private equity*

Con riferimento alle operazioni di *private equity*, in aggiunta ai metodi di valutazione appena analizzati, gli operatori ricorrono sovente anche a criteri del tipo:

- metodo dei multipli;
- metodo del *Price/Earnings*;
- il *Venture Capital Method*.

Tali metodi si differenziano dalle valutazioni teoriche e dai metodi valutativi generalmente utilizzati in quanto sono basati su dati il più possibile reali e verificabili. In particolare, la valutazione per multipli dell'*enterprise value* (EV) può essere fatta in relazione a:

- il fatturato (sales);
- il margine operativo lordo (EBITDA);
- risultato operativo (EBIT).

Per *enterprise value* si considera la somma del valore del cento per cento dell'*equity* più il debito finanziario indicato come Posizione Finanziaria Netta:

$$EV = \text{valore } 100\% \text{ equity} + \text{PFN}$$

Il valore così ottenuto va rapportato al fatturato, all'EBITDA oppure all'EBIT per ottenere il multiplo in questione. Ne consegue che lo *shareholders value*, nel caso in cui, ad esempio, sia stato preso a riferimento il risultato operativo (EBIT) è dato da:

$$SV = \text{EBIT} \times \text{multiplo} - \text{PFN}$$

La posizione finanziaria netta viene sottratta quando è negativa e aggiunta quando è positiva.

7. IL METODO ADOTTATO

La scelta del metodo di valutazione che in concreto il valutatore deve operare è evidentemente correlata alle caratteristiche proprie tanto dell'azienda, quanto del contesto in cui essa opera. Inoltre, le stesse finalità sottese alla predisposizione della relazione di stima possono indurre a prediligere un criterio piuttosto che un altro.

Nel caso di specie, si fa presente che:

- i. la valutazione deve essere effettuata in un'ottica di continuità in quanto, sebbene l'Azienda non sia attualmente funzionante, risulta dotata di un patrimonio e da personale dipendente sufficiente a garantire la ripresa dell'attività produttiva;
- ii. lo stato di crisi in cui versa l'Azienda è dovuto principalmente alla redditività operativa negativa che ha contraddistinto perlopiù gli ultimi esercizi di gestione; pertanto, l'eventuale operatore economico interessato al complesso aziendale impiegherà un certo arco temporale prima di riportare l'azienda a livelli positivi di redditività accollandosi, nel frattempo, i costi





delle inefficienze palesate negli ultimi esercizi di gestione.

- iii. non sono disponibili dati prospettici relativi ad un piano di rilancio dell'attività aziendale che possano consentire una valutazione della possibile evoluzione futura dell'andamento economico dell'azienda.

Da quanto sin qui riportato, la scrivente ritiene che nella valutazione dell'Azienda assumano rilevanza tanto la componente patrimoniale quanto la componente reddituale in considerazione del presupposto che l'Azienda sia in grado di riprendere l'attività e che l'eventuale acquirente sia in grado di apportare gli aggiustamenti necessari a condurla a livelli di redditività adeguati accollandosi, nel frattempo, i costi delle inefficienze palesate negli ultimi esercizi di gestione.

Nel caso concreto, la scelta del metodo di valutazione da adottare ricade su quello misto economico patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento e l'ipotesi su cui si fonda è quella della continuità, intesa come attitudine dell'Azienda a svolgere l'attività produttiva (anche se non attuale e solo potenziale).

Ai fini della concreta applicazione del metodo di valutazione individuato dalla scrivente, si evidenzia l'elevato grado di incertezza che caratterizza la stima di valore oggetto della presente relazione, in ordine alla capacità reddituale futura dell'Azienda; incertezza da ricondurre tanto alla capacità dell'operatore economico che la gestirà di implementare con successo l'attività di risanamento, quanto alla componente temporale, intesa, appunto, quale periodo necessario affinché l'Azienda raggiunga livelli di redditività positiva. Entrambe le variabili incidono in modo determinante nella definizione del valore economico e l'assenza di prospettive formalizzate in un piano industriale accentua il livello di incertezza di qualsiasi ipotesi di lavoro si assuma alla base della valutazione.

7.1. LA DETERMINAZIONE DEL PARAMETRO K

Quanto alla stima del parametro K, la determinazione del valore del patrimonio netto composto dagli elementi attivi e passivi dell'Azienda oggetto di possibile cessione si articola nelle seguenti fasi:

- i. individuazione degli elementi che compongono l'Azienda oggetto di possibile cessione, partendo dal contenuto della situazione contabile al 23.09.2024 e tenendo conto dell'inventario dei beni mobili e delle risultanze catastali degli immobili di proprietà;
- ii. calcolo delle rettifiche da apportare ai valori dell'attivo e del passivo patrimoniale esposti nella situazione contabile al 23.09.2024 che compongono l'Azienda oggetto di possibile cessione;
- iii. stima del patrimonio netto rettificato.

7.1.1. INDIVIDUAZIONE DEGLI ELEMENTI ATTIVI E PASSIVI CHE COMPONGONO L'AZIENDA OGGETTO DI POSSIBILE CESSIONE

Come anticipato in premessa e nel paragrafo 3. "Perimetro dell'incarico", l'Azienda oggetto di possibile cessione non comprende tutte le voci dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio netto alla data di riferimento, così come esposto nella situazione contabile al 23.09.2024. Pertanto, ai fini della presente relazione vanno individuate, preliminarmente, le attività e le passività che, plausibilmente, verranno



trasferite unitariamente. La scrivente, quindi, esclusi dal perimetro aziendale tutti i debiti ed i crediti, ha esaminato le immobilizzazioni immateriali e le immobilizzazioni materiali iscritte nella situazione contabile al 23.09.2024 ed è giunta alle seguenti determinazioni.

7.1.1.1.IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le immobilizzazioni immateriali sono attività normalmente caratterizzate dalla mancanza di tangibilità che non esauriscono la loro utilità in un unico periodo, ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi. [] annovera tra le immobilizzazioni immateriali: costi di impianto e ampliamento, costi di sviluppo, diritti di brevetto, avviamento, costi per opere e manutenzioni su beni di terzi, diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, concessioni, licenze, marchi e diritti simili.

Si ritiene che le uniche immobilizzazioni immateriali che potrebbero rientrare nel perimetro aziendale oggetto di valutazione siano rappresentate dai marchi, valorizzati nei bilanci e nella situazione contabile al 23.09.2024 in misura pari ai costi sostenuti per i depositi e i rinnovi e per le iniziative di tutela dei marchi stessi, nonché dalle opere e manutenzioni sui beni di terzi. Si tratta, precisamente, dei seguenti marchi: "AG []" depositato in data 25.01.2023 (domanda n. 302023000010743), "Ciao Bio" depositato, nelle diverse colorazioni, in data 18.12.2013 (domanda n. 302013902218544), 19.12.2013 (domanda n. 302013902219093) e 10.10.2023 (domanda n. 362023000147294 e domanda n. 362023000147306), e "Ciao Organic" depositato il 23.05.2014 (domanda n. 302014902264075).

Il marchio "Ciao Bio" identifica la linea di prodotti commercializzati presso il punto vendita sito all'interno dello stabilimento; il marchio "AG []" identifica, invece, l'azienda di []
[] Il marchio "Ciao Organic", invece, non risulta sia stato utilizzato negli ultimi anni.

Come anticipato, si ritiene che i marchi possano rientrare nel perimetro oggetto di valutazione in quanto correlati all'Azienda ed al suo funzionamento; tuttavia, non si ritiene di dover operare una autonoma stima del valore degli stessi in quanto il loro valore è strettamente dipendente dagli specifici piani di riavvio e di sviluppo commerciale dell'attività. Il valore attribuito è, quindi, pari al valore netto contabile iscritto nella situazione al 23.09.2024.

7.1.1.2.IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Le immobilizzazioni materiali comprendono beni strumentali durevoli destinati a far parte dell'organizzazione permanente dell'impresa. Tali beni vengono impiegati normalmente come strumenti di produzione del reddito della gestione tipica e non sono destinati, quindi, né alla vendita né alla trasformazione per l'ottenimento dei prodotti dell'impresa.

Si tratta, più esattamente, di costi anticipati o sospesi, comuni a più esercizi, la cui ripartizione concorre alla formazione del risultato di esercizio ed alla situazione patrimoniale e finanziaria di più periodi consecutivi. In particolare, l'utilizzo delle immobilizzazioni materiali quali strumenti di produzione, comporta il trasferimento dei costi sostenuti per tali beni ai processi svolti per la produzione di beni o servizi tramite la rilevazione delle quote di ammortamento.



Riguardo a tali beni occorre altresì rilevare, in via preliminare, che, secondo l'attuale disciplina civilistica, sono iscrivibili in bilancio solo se fisicamente esistenti e che la loro inclusione tra le immobilizzazioni materiali è possibile solo all'atto del passaggio del titolo di proprietà: da ciò discende che sono classificabili tra le immobilizzazioni materiali solo i beni di consumo durevole sui quali l'impresa vanta un diritto reale. I principi contabili internazionali consentono, invece, l'iscrizione in bilancio anche di beni – non di proprietà – posseduti in base a contratti di leasing. Nel caso di specie, non sono in corso alla data di riferimento contratti di locazione finanziaria; pertanto, non si rende necessaria la rettifica del patrimonio netto.

Per quanto riguarda i criteri di valutazione in bilancio, in condizione di funzionamento, le immobilizzazioni materiali destinate ad essere mantenute nell'organizzazione permanente dell'impresa vanno valutate al costo, comprensivo delle eventuali rivalutazioni, rettificato dei relativi ammortamenti in modo tale che sia espresso il cosiddetto valore netto contabile, ossia il valore che potrà essere mantenuto finché vi sia evidenza che lo stesso potrà essere recuperato tramite l'uso. Nell'eventualità in cui vengano rilevati sintomi che facciano prevedere difficoltà di recupero del valore netto contabile, è necessario accertare se si sia verificata una perdita duratura di valore. In tal caso, sarà rilevata una perdita o una svalutazione e le immobilizzazioni saranno esposte al valore recuperabile tramite il loro uso, come definito per un'impresa in condizioni di funzionamento. Tali sintomi, secondo i principi contabili, possono riguardare:

- l'insufficienza dei flussi di ricavi per la copertura di tutti i costi, incluso il relativo ammortamento, durante il periodo di vita utile del bene;
- l'impossibilità di realizzo del valore netto contabile attraverso la cessione con riferimento alle immobilizzazioni destinate alla vendita.

Si ricorda, infine, che l'ammortamento non rappresenta un procedimento di valutazione, ma un procedimento tecnico contabile di ripartizione del costo del cespite pluriennale tra gli esercizi della sua stimata vita utile. In particolare, in base all'impostazione civilistica, confermata dai principi contabili nazionali, l'ammortamento deve essere sistematico e la quota imputata a ciascun esercizio deve riferirsi alla residua possibilità di utilizzazione del bene. La sistematicità è definita nel piano di ammortamento, il quale deve essere funzionale alla residua possibilità di utilizzazione dell'immobilizzazione che è da intendersi riferita non alla durata fisica, bensì alla durata economica. Si precisa che la sistematicità non richiede necessariamente l'applicazione di un metodo di ammortamento a quote costanti, sebbene questo sia preferibile.

Nel caso di specie, si rilevano le seguenti immobilizzazioni materiali.

○ FABBRICATI E TERRENI

Ricomprende il compendio immobiliare artigianale-produttivo sito in Via Sorgaglia ad Arre (PD), composto da vari corpi di fabbrica e dall'area scoperta esterna di pertinenza, accatastato al foglio 7, particella 475, categoria D/7, rendita Euro 10.034,00, meglio descritto nella perizia di stima dell'ing. Battilana, in cui viene svolta l'attività.

Tali immobilizzazioni rientrano nel perimetro oggetto di valutazione.

○ IMPIANTI E MACCHINARI, ATTREZZATURE INDUSTRIALI E COMMERCIALI ED ALTRI BENI



I principali beni mobili sono stati dettagliatamente individuati e raggruppati nell'inventario redatto nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale nelle seguenti categorie: Arredo, Arredo negozio, Attrezzature, Container, Elettrodomestico, Elettronica, Impianti, Macchinario, Materiale vario, Mezzi a motore, Ricambi, Strumenti.

Anche tali immobilizzazioni rientrano nel perimetro oggetto di valutazione.

7.1.1.3. RIMANENZE

Il Curatore Dott. Alberto Mazzo ha riferito alla scrivente che non sono state rinvenute rimanenze di merci e prodotti finiti in magazzino alla data di apertura della liquidazione giudiziale.

7.1.2. CALCOLO DELLE RETTIFICHE DA APPORTARE AL PATRIMONIO NETTO CONTABILE

Individuati i principali *asset* facenti parte del complesso aziendale che potrebbe essere oggetto di vendita a terzi, la sottoscritta procede alla rettifica dei valori riportati nella situazione contabile al 23.09.2024 sulla base delle valutazioni effettuate dall'Ing. Battilana dei beni mobili inventariati e dei beni immobili.

Considerata la finalità della presente valutazione, che implica di operare nell'ottica della continuità, la scrivente prenderà in considerazione i valori risultanti dalla perizia dell'Ing. Battilana in ipotesi d'uso (e non in ipotesi di realizzo) ed il valore dei beni immobili, periziati anch'essi dall'Ing. Battilana, in ipotesi di mercato (e non in ipotesi di vendita forzata).

Le immobilizzazioni immateriali apprese al perimetro aziendale sono state valorizzate in misura pari al valore esposto nella situazione contabile al 23.09.2024.

*

Pertanto, le rettifiche riguardano:

- le immobilizzazioni immateriali, dal momento che quelle oggetto di trasferimento con il complesso aziendale sono solo una parte di quelle esposte nella situazione contabile di riferimento al 23.09.2024;
- i beni materiali, mobili e immobili, i cui valori vengono allineati a quelli risultanti dalle perizie di stima dei beni immobili e degli immobili redatte dall'Ing. Battilana.

7.1.3. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL PATRIMONIO NETTO

Individuati i principali *asset* facenti parte del complesso aziendale che potrebbe essere oggetto di vendita a terzi, la sottoscritta procede alla rettifica dei valori riportati nella situazione contabile al 23.09.2024 tenendo in considerazione i risultati della perizia di stima dei beni immobili redatta dall'Ing. Battilana e dell'inventario dei beni mobili.

Quanto ai beni mobili, la perizia di stima espone due valori: il valore d'uso, pari ad Euro 8.350.922 e valore di realizzo pari ad Euro 1.573.202,53; ove si ritiene che per valore d'uso debba intendersi la valorizzazione assegnata al fine di utilizzare il complesso dei beni nel medesimo contesto in cui si trovano, con le medesime funzionalità attuali ed analogo *layout*, mentre per valore di realizzo si intende la valorizzazione nell'ipotesi di vendita all'asta ove il complesso dei beni potrà essere asportato con oneri a carico



dell'acquirente e con l'onere della parte acquirente di verificare le caratteristiche di sicurezza e funzionamento una volta asportati i beni, o parte di essi, per l'alienazione verso uno o altri siti produttivi (con tutti gli oneri/costi e responsabilità, in particolare sulla sicurezza, per lo smontaggio, verifiche/controlli, rimontaggio anche parziali presso altri siti con adattamenti/modifiche in caso di integrazioni in altri contesti, tutti a carico ed onere dell'acquirente).

Nel rispetto dell'incarico ricevuto, che specifica che la valutazione dell'Azienda deve avvenire nell'ottica della vendita competitiva, la scrivente ha preso a riferimento i valori dei beni mobili strumentali determinati in caso d'uso, pari ad Euro 8.350.922⁴.

Quanto ai beni immobili, invece, si fa riferimento alla perizia redatta dall'Ing. Marco Battilana datata 14.01.2025 che rassegna due valori: uno "in continuità", l'altro in ipotesi di "vendita forzata". Per gli stessi motivi già illustrati in ordine ai beni mobili aziendali, la scrivente ha preso a riferimento il valore "in continuità", pari ad Euro 448.000,00.

Quanto alle rimanenze, si ribadisce che il Dott. Mazzo ha riferito alla scrivente che alla data di stesura della presente relazione non esiste merce in giacenza.

Pertanto, le rettifiche apportate comportano le seguenti valorizzazioni.

VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DI TUTTE LE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	806.229
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DELLE SOLE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI FACENTI PRESUMIBILMENTE PARTE DEL COMPLESSO AZIENDALE DA TRASFERIRE	11.566
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DI TUTTI I BENI MATERIALI MOBILI	12.636.898
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DEI SOLI BENI MATERIALI MOBILI FACENTI PRESUMIBILMENTE PARTE DEL COMPLESSO AZIENDALE DA TRASFERIRE	12.636.898
VALORE DI STIMA DEI BENI MOBILI DA INVENTARIO IN IPOTESI D'USO	8.350.922
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DI TUTTI I BENI IMMOBILI	1.203.702
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DEI SOLI BENI IMMOBILI FACENTI PRESUMIBILMENTE PARTE DEL COMPLESSO AZIENDALE DA TRASFERIRE	1.203.702
VALORE DI MERCATO DEI BENI IMMOBILI ASSEGNATO DALL'ING. BATTILANA	448.000
VALORE DA SIT. CONT. 23.09.2024 DELLE RIMANENZE DI MAGAZZINO	673.908
VALORE RESIDUO DA SIT. CONT. 23.09.2024 DELLE SOLE RIMANENZE FACENTI PRESUMIBILMENTE PARTE DEL COMPLESSO AZIENDALE DA TRASFERIRE	0

K = 8.810.488

⁴ A tal proposito si sottolinea che ai fini della valutazione aziendale effettuata nell'anno 2024 era stata presa a riferimento la perizia di stima dei beni mobili redatta dall'Ing. Battilana in data 03.04.2024 che assegnava ai detti beni un valore, in ipotesi d'uso, Euro 10.553.134,51. Come riportato nella perizia di stima dell'Ing. Battilana del 23.01.2025, la differente valorizzazione effettuata nella perizia del 2025 rispetto a quella del 2024 è riconducibile sostanzialmente al fatto che in occasione della prima perizia l'azienda era operativa e produttiva. Si rimanda alla lettura del documento dell'Ing. Battilana per ulteriori dettagli.



7.2. LA DETERMINAZIONE DEL PARAMETRO R

Si premette che, nel caso in esame, rilevata l'assenza di dati prospettici riportati nei piani industriali, verrà utilizzato l'approccio conservativo basandosi, per la valutazione dei parametri reddituali, sui dati storici desumibili dai bilanci d'esercizio della Società. Nel caso di specie, verranno considerati i risultati degli esercizi dal 2013 al 2024 (fino al 23.09.2024) al fine di "sterilizzare", in un'ottica prospettica, gli effetti di eventi esogeni ed endogeni di natura "straordinaria" che hanno comportato il netto peggioramento dei risultati economici degli ultimi anni.

La configurazione del reddito R, rilevante ai fini dell'applicazione in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda. Tale reddito deve essere quello medio, vale a dire quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato dalle componenti presumibilmente non ripetibili.

Ciò posto, va rilevato che, con riferimento alla "normalizzazione" del reddito, sono state apportate ai bilanci degli esercizi relativi al periodo 2013-2022 ed alle situazioni contabili al 31.12.2023 ed al 23.09.2024 le rettifiche che rispondono alla duplice finalità: da un lato sterilizzare i valori delle voci di costo e ricavo che, ragionevolmente, non si rinnoveranno negli esercizi di gestione futuri perché non correlate alle voci patrimoniali ricomprese nell'eventuale operazione di cessione; dall'altro lato, rettificare le voci di conto economico aventi, di per sé, natura occasionale e straordinaria.

Precisamente, le rettifiche riguardano:

- storno degli elementi straordinari di reddito (sopravvenienze e altre componenti straordinari);
- storno delle voci di ricavo collegate agli aiuti di Stato e contributi in conto esercizio, al di fuori di quelli riguardanti i costi energetici in quanto erogati dallo Stato proprio al fine di normalizzare i predetti costi in periodi di picchi anomali;
- storno delle minusvalenze e delle plusvalenze;
- storno delle sopravvenienze attive e passive;
- storno degli oneri e proventi straordinari;
- storno dei contributi in conto esercizio, esclusi quelli che si riferiscono alla copertura dei costi energetici straordinari;
- storno degli indennizzi assicurativi;
- storno dei costi e ricavi per inadempimenti contrattuali;
- storno delle multe, ammende, sanzioni e penalità per inadempimenti contrattuali;
- storno dei ricavi e dei costi per inadempimenti contrattuali;
- storno delle spese per le consulenze legate alle procedure di risanamento;
- storno degli accantonamenti per rischi e oneri;
- storno delle perdite su crediti;
- storno dei proventi e degli oneri finanziari, inclusi quelli da derivati, al di fuori degli oneri bancari non correlati al debito;



-
- rilevazione degli ammortamenti non stanziati negli esercizi 2022 e 2023⁵;
 - storno degli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni immateriali non rientranti nel perimetro aziendale oggetto di valutazione.

Quanto agli ammortamenti, la Società ne ha sospeso la rilevazione in bilancio nell'anno 2022 ai sensi e per gli effetti di quanto previsto dall'articolo 60, comma 7-bis, del D.L. n. 104/2020, estendendo di un anno della vita utile residua delle immobilizzazioni, prolungando quindi di un anno il piano di ammortamento originario. Gli ammortamenti che, in assenza della sospensione, la Società avrebbe rilevato secondo l'originario piano di ammortamento ammontano ad Euro 1.613.013. Anche nella situazione contabile al 31.12.2023 non risultano stanziati gli ammortamenti dell'esercizio.

Ai fini della presente valutazione, la sottoscritta ritiene di dover rettificare i dati di conto economico del 2022, nonché quelli del conto economico riportato nella situazione contabile al 31.12.2023⁶, per tener conto degli ammortamenti non rilevati. Infatti, partendo dal presupposto che i risultati economici degli esercizi passati sono utilizzati in ottica prospettica, ossia per determinare la capacità reddituale futura dell'Azienda, e che le immobilizzazioni iscritte in bilancio rappresentano la struttura aziendale idonea al riavvio dell'attività di impresa, non vi sono motivi per ritenere che i piani di ammortamento assunti fino all'anno 2021 non siano coerenti, *pro futuro*, con la vita utile delle immobilizzazioni.

Infine, non si è ritenuto di stornare i costi delle immobilizzazioni i cui piani di ammortamento terminano nel breve/medio termine in quanto si ritiene si riferiscano ad investimenti ciclici che, in quanto tali, potrebbero ripetersi nel corso del periodo di stima futura del reddito. Quanto al carico fiscale, per gli esercizi che chiudono in utile compresi tra quelli del periodo preso a riferimento, si è ritenuto di mantenere il *tax rate* che risulta dai bilanci anche ai fini delle prospettazioni reddituali future.

Nella tabella seguente vengono esposti sinteticamente gli effetti delle rettifiche operate ai dati economici della Società.

⁵ Considerato che l'attività svolta nel corso dell'esercizio 2024 e fino alla data della liquidazione giudiziale è stata ridotta, non si è ritenuto di dover calcolare le quote di ammortamento dei cespiti, non registrate nella situazione contabile al 23.09.2024, in quanto utilizzati a regime notevolmente ridotto.

⁶ Per quanto riguarda gli ammortamenti dell'anno 2022, è stato assunto il dato riportato nella nota integrativa al bilancio del relativo esercizio. Per quanto attiene, invece, agli ammortamenti dell'anno 2023, in assenza di dati certi si è attribuito un valore pari a quello del 2022, sul presupposto che non vi sono stati investimenti o disinvestimenti di grande impatto economico.



 Firmado Da: MAZZO ALBERTO Ezequiel CA Firma Qualificada Serial#: 14e151f65b303277

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, il reddito medio prospettico normalizzato risulta essere pari a

$$R = -1.730.948 \text{ €}.$$

7.3. L'ORIZZONTE TEMPORALE E I TASSI DI VALUTAZIONE

Come già illustrato, il metodo adottato consente di operare una valutazione basata sulla contemporanea ponderazione dell'assetto patrimoniale dell'azienda (elemento di obiettività e verificabilità) e della sua presumibile redditività futura (che, da un punto di vista concettuale, è elemento essenziale nella definizione del valore dell'azienda).

Ai fini della presente stima si calcola il valore dell'azienda con la seguente formula:

$$W = K + \frac{a}{i} (R - iK)$$

Come illustrato in precedenza, l'adozione del metodo di valutazione "reddituale" presuppone la valorizzazione della capacità reddituale prospettica propria dell'azienda.

La dottrina più accreditata ritiene che per una stima concettualmente rigorosa si debba considerare una durata illimitata o, comunque, un orizzonte temporale non inferiore al trentennio. Va tuttavia notato che i flussi più lontani diventano anche i più incerti.

Nel caso di specie, la redditività (negativa) che l'Azienda, a seguito della crisi, si trascina da diversi anni non tornerà in segno positivo con il semplice trasferimento del complesso a terzi; il nuovo investitore dovrà intervenire per risanare l'attività e riorganizzarla e per fare ciò servirà un congruo arco temporale oltre che un rilevante impegno economico. L'assenza di un piano industriale che dia evidenza dello sviluppo, nel tempo, dei dati economici prospettici e degli investimenti necessari accentua l'alea che, già di per sé, permea la stima del valore di qualsiasi azienda. Nello specifico, la componente temporale, intesa quale periodo necessario affinché l'Azienda torni a livelli di redditività positiva, rappresenta una variabile molto sensibile nella definizione del valore e l'assenza di prospettive formalizzate in un idoneo piano industriale accentua, appunto, l'incertezza di qualsiasi ipotesi di lavoro si assuma alla base della valutazione.

La scrivente, potendosi quindi riferire solo alla propria esperienza, ritiene che sia da considerarsi congruo un **periodo di 3 anni** affinché le attività di risanamento dell'eventuale acquirente possano condurre l'Azienda a produrre risultati economici positivi⁷.

I tassi utilizzati ai fini della stima del valore dell'azienda sono di due tipi: il tasso di rendimento "normale" (i) del capitale, che esprime il rendimento medio di settore e il premio per il rischio di imprese con caratteristiche analoghe, ed il tasso di attualizzazione (i') avente natura esclusivamente finanziaria, che rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo indipendentemente dal

⁷ In altre parole, al termine del triennio ci si aspetta che l'Azienda torni a produrre profitti grazie all'impegno ed alle capacità economiche ed imprenditoriali che l'ipotetico acquirente riuscirà a mettere in campo.



grado di rischio dell'investimento (*free risk rate*).

Nella determinazione del tasso da applicare alla componente patrimoniale K, ai fini del presente elaborato si devono considerare diversi fattori che caratterizzano il caso concreto. Nella prassi delle valutazioni aziendali, il tasso di rendimento normale si considera composto da due fattori, rappresentati dalla remunerazione che si consegue in caso di investimenti privi di rischio (tasso *free risk*) e dalla componente speculativa rappresentata dal premio per il rischio che un ipotetico operatore razionale si assume nel realizzare l'investimento nell'impresa oggetto di valutazione.

Come **componente di remunerazione per investimenti privi di rischio si ritiene corretto assumere il saggio di rendimento dei BTP a 3 anni (2,85% all'asta dell'13 gennaio 2025).**

Per quanto concerne la **componente relativa al premio per il rischio**, va notato che maggiore è la rischiosità (in altri termini: l'aleatorietà) dell'investimento e maggiore deve essere il rendimento atteso. In letteratura molti autori, nella composizione del tasso di attualizzazione per rappresentare il fattore di rischio aziendale nell'esperienza italiana, utilizzano un saggio compreso tra il 4% e il 11%.

Sulla base delle considerazioni svolte nel corso del presente documento, si ritiene che il saggio di rischio possa essere individuato in misura **pari al 7,26%** (rif. *equity risk premium*, gennaio 2025, Aswath Damodaran, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

8. CONCLUSIONI

Determinati i valori del capitale netto rettificato, del rendimento normale-medio atteso per il futuro, influenzato dalle rettifiche già descritte nel corso dell'elaborato, individuati l'orizzonte temporale ed i tassi di valutazione nelle misure di seguito riportate:

$$K = 8.810.488$$

$$R = -1.730.948$$

$$n = 3 \text{ anni}$$

$$i = 7,26\%$$

$$i' = 2,85\%$$

il valore attribuibile al capitale economico rappresentato dall'Azienda
come risultante dall'applicazione della formula

$$K + n \cdot i' \cdot (R - iK)$$

è pari ad € 2.085.626, arrotondabile ad

€ 2.086.000.

*

In fede

Padova, 27.02.2025

- Marina Manna

