



TRIBUNALE di ALESSANDRIA

Giudice Delegato: Dott.ssa Elisabetta Bianco

Curatore: Dott. Daniele Lippi





R.G. 63/2025



Liquidazione Giudiziale Appforgood S.r.l.



RELAZIONE DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA





Il sottoscritto **Dott. Luigi Figari**, Dottore commercialista con studio in Genova, Via XX Settembre 3/10, e-mail figari@studiolf.it, PEC luigi.figari@pec.it, nominato stimatore del ramo d'azienda di Appforgood S.r.l. (di seguito per semplicità anche “**Appforgood**” o la “**Società**”) nella causa in epigrafe si pregia di presentare di seguito la propria perizia di stima.

SOMMARIO

Sommario

1. PREMESSA	3
2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	3
2.1 Descrizione della Società oggetto di valutazione	3
2.2 Brevi cenni in merito al contratto di affitto del ramo di azienda	5
3. I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA	6
3.1 Metodo patrimoniale	7
3.2 Metodo reddituale	7
3.3 Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del <i>goodwill</i> ...	9
3.4 Metodo finanziario	10
3.5 Metodi empirici (o dei multipli di mercato)	15
4. DESCRIZIONE DEL LAVORO SVOLTO	16
4.1 Premessa metodologica	16
4.2 Documentazione esaminata	17
5. LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO PER LA VALUTAZIONE	17
5.1 L'applicazione del metodo reddituale	17
5.1.1 Determinazione del coefficiente R	18
5.1.2 Determinazione dell'orizzonte temporale <i>n</i> e del tasso <i>i</i>	18
5.2 Determinazione del valore del ramo di azienda	20
5.3 Offerta pervenuta	20
6. CONCLUSIONI	20



1. PREMESSA

In data 19 dicembre 2025 l'On.le Tribunale di Genova ha dichiarato aperta la procedura di Liquidazione Giudiziale della società Appforgood S.r.l., nominando Giudice Delegato la Dott.ssa Elisabetta Bianco e curatore il Dott. Daniele Lippi.

Successivamente, con istanza del 28 febbraio 2025, il Dott. Daniele Lippi ha richiesto la nomina dello scrivente come perito estimatore al fine di stimare il valore economico del ramo d'azienda della società Appforgood S.r.l.



A seguito della ricezione della documentazione richiesta al Curatore della società Appforgood S.r.l. e all'affittuario, l'esponente stimatore ha proceduto alla predisposizione del presente elaborato.

2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 Descrizione della Società oggetto di valutazione

Appforgood è stata iscritta al registro delle imprese in data 2 febbraio 2011.

La Società ha attualmente sede in Novi Ligure (AL), Viale delle Rimembranza 64, ed è iscritta alla Camera di Commercio di Alessandria al n. 02318210065 con capitale sociale di Euro 40.000,00- interamente versato.

La Società *"ha per oggetto attività di:*

- *prestazione di servizi di consulenza e servizi in genere nel settore informatico;*
- *gestione di reti telematiche ed informatiche, gestione e/o sfruttamento e/o commercializzazione di spazi su reti telematiche ed informatiche, quali siti e pagine "web";*
- *organizzazione e gestione -- anche in forma telematica ed interattiva, a distanza od a mezzo di dispense -- di corsi di formazione nel settore informatico;*
- *commercio di articoli informatici, "hardware", "software", ed affini.*

La società potrà inoltre:

- *effettuare trasporto di beni strumentali e merci inerenti la sua attività;*





• assumere mandati, rappresentanze ed agenzie comunque utili al raggiungimento dei propri fini;

- stipulare accordi tecnico-commerciali ed associazioni temporanee d'impresa.

In relazione a quanto sopra la società potrà compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari "- ivi comprese la concessione e l'assunzione in affitto di aziende la gestione, locazione e sublocazione di immobili e parti di essi e le locazioni finanziarie.

-- Ritenute necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale e potrà in via esemplificativa e non tassativa chiedere finanziamenti e/o contributi di qualsiasi genere e specie ed anche ad enti pubblici e/o sovranazionali, richiedere e ricevere fidi, affidamenti e/o castelletti bancari, contrarre aperture di credito anche ipotecarie, contrarre mutui a breve, medio e lungo termine, anche ipotecari, fondiari e non, concedendo garanzie anche reali, su beni sociali ed anche a favore di terzi, assumere prestiti cambiari a medio termine, effettuare prelevamenti allo scoperto da qualunque conto corrente, concedere fideiussione ed avalli, anche a favore di terzi, aprire conti corrente e/o conti titoli e/o libretti bancari, noleggiare cassette di sicurezza, concedere a terzi la gestione di tutta o parte dell'attività anche a mezzo di affitto di azienda, assumere sia direttamente che indirettamente in tutto od in parte la proprietà e/o la gestione di altre società, aziende, imprese, consorzi aventi scope eguali e/o similari complementari ai propri assumere se del caso interessenze e/o partecipazioni in altre imprese e società costituite e/o costituende aventi scopi analoghi e/o affini non a scopo di collocamento tra il pubblico ma di investimento stabile, e così far quant'altro abbia lo scopo di favorire e realizzare in modo diretto od indiretto l'attuazione del proprio oggetto sociale, sono in ogni caso espressamente escluse le attività riservate a professionisti iscritti ad albi, l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico, l'attività di esercizio del credito sotto qualsiasi forma e l'esercizio di attività finanziaria nei confronti del pubblico ed in via prevalente e non connessa al conseguimento dell'oggetto sociale".

La durata della Appforgood è stata fissata fino al 31 dicembre 2050.

Il capitale sociale di Euro 40.000,00- risulta essere detenuto dalla società Indoosty Group S.a.





Appforgood è attualmente sottoposta a Liquidazione Giudiziale, R.G. 63/2025 presso l'On.le Tribunale di Alessandria che ha nominato Giudice Delegato la Dott.ssa Elisabetta Bianco e Curatore il Dott. Daniele Lippi.

2.2 Brevi cenni in merito al contratto di affitto del ramo di azienda

Il ramo operativo della Società, composto da n. 4 commesse per attività di sviluppo, assistenza e manutenzione *front-end* e *back-end* da remoto di applicativi e sistemi informativi in uno a clienti operanti nel settore farmaceutico, da un dipendente, è attualmente oggetto di un contratto di affitto d'azienda stipulato in data 17 settembre 2025 dalla Appforgood con la società Indoosty S.r.l. con atto a rogito del Notaio Elena Testa, registrato a Bologna il 15 ottobre 2025, rep. 2089, racc. 1575. Detto contratto ha durata di 12 mesi a far data dal 17 settembre 2025 e prevede un corrispettivo annuo a favore della Appforgood pari ad Euro 12.000,00-, oltre Iva.

L'azienda oggetto di contratto è costituita da:

- commessa "Menarini Manufacturing Logistic & Service, Italia", recante identificativo contrattuale 5600188707, anche definita "Mobile Maintenance - sviluppo";
- commessa "Menarini Manufacturing Logistic & Service, Italia", recante identificativo contrattuale 5600213680, anche definita "Mobile Maintenance - manutenzione";
- commessa "Eli Lilly S.p.A. - Sesto Fiorentino, Italia", recante identificativo contrattuale 4200463879, anche definita "OBF - Manutenzione";
- commessa "Eli Lilly SAU - Alcobendas, Spagna", recante identificativo contrattuale 4200462457, anche definita "OBF - Manutenzione";
- n. 1 dipendente (programmatore).



Il conduttore ha comunicato al Curatore con PEC del 27 febbraio 2026 che n. 3 commesse oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda sono ultimate, e n. 1 commessa è in fase di chiusura (**All. sub 1**).



3. I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

Prima di procedere alla analitica valutazione dei beni costituenti l'Azienda, l'esponente ritiene utile, ai fini di una migliore comprensione delle scelte effettuate, illustrare brevemente i principali metodi di valutazione adottati dalla *best practice* professionale.

Il presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Lo scopo della presente perizia è quello di individuare il valore del ramo di azienda della Società alla data del 1° gennaio 2026, al fine di fornire un valore base d'asta da utilizzare per una vendita di tipo competitivo.

Secondo la prevalente dottrina, nella determinazione del valore di una azienda, il perito si deve ispirare a concetti, criteri e metodi atti ad esprimere una valutazione dotata del più alto grado possibile delle caratteristiche di razionalità, dimostrabilità, neutralità, stabilità.

Questo significa che i criteri adottati devono derivare da un processo logico chiaro e convincente, attribuendo ai fattori, compresi nelle formule applicate, grandezze supportate da dati controllabili, escludendo scelte soggettive e cercando di evitare oscillazioni di valore legate ad opinioni, più che a modifiche oggettive degli scenari.

Il valore dell'azienda deve quindi rappresentare un valore generale, intendendosi per tale il prezzo che può essere considerato come adeguato in circostanze normali, astrazione fatta dalle parti in causa, dai loro particolari interessi e dallo stato delle cose esistente.

Il valore del capitale economico così determinato può talvolta non coincidere con il prezzo pagato in transazioni avvenute sul mercato, in quanto tale prezzo è influenzato da altri fenomeni, soprattutto esterni all'impresa, che operano a valle del giudizio del valore.

Per individuare il metodo valutativo che, a parere dell'esponente, meglio esprime la stima dell'azienda alla data del 1° gennaio 2026, sono stati presi in considerazione i seguenti metodi valutativi di generale accettazione e di prevalente utilizzo:

- Metodi patrimoniali;
- Metodi reddituali;
- Metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*.



– Metodi finanziari;

– Metodi empirici.



3.1 Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del patrimonio della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, nella prassi professionale si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati, ai fini della valutazione, i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, per contro, anche i beni immateriali o *intangible assets* idonei a conferire all'azienda un vantaggio competitivo duraturo e stabile sul mercato.

3.2 Metodo reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del patrimonio (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che concerne l'orizzonte temporale di riferimento entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alternativamente alla durata definita od alla durata indefinita.

Nel caso di durata definita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito con durata limitata a n anni: $W = R a^{-n}_i$



Nel caso di durata indefinita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$

La configurazione del reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello prospettico medio normalizzato. Prospettico in quanto idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; medio in quanto risultato che l'impresa è stabilmente in grado di produrre e normalizzato in quanto depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione. Esso, in ogni caso, deve essere determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che, nella configurazione del reddito (R), debba essere eliminata ogni componente negativa la cui rilevazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normalizzato è calcolato, infatti, facendo riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione, considerando condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali e non considerando situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli determinate da componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.). Lo stesso deve, inoltre, essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; in periodi di inflazione il medesimo deve, peraltro, essere depurato dall'erosione monetaria



creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.

- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.

- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, non altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti componenti il patrimonio sociale, è sovente necessario al fine di integrare e confrontare stime effettuate con altri metodi, i quali, spesso, attribuiscono ingiustificatamente maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

3.3 Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del goodwill

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza, tuttavia, trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle



corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il già menzionato valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al tasso di remunerazione normale del capitale.

Per la capitalizzazione limitata del sovrareddito la formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$Gw = a_{\overline{n}|i'} (R - K i'')$$



dove

Gw = valore del *goodwill*

i'' = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a_{\overline{n}|i'}$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.



La determinazione del valore complessivo dell'azienda con il metodo testé illustrato si esprime quindi con la seguente formula:

$$W = K + Gw$$

dove:

W = valore del patrimonio dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

Gw = valore del *goodwill*



3.4 Metodo finanziario

Il metodo finanziario del Discounted Cash Flow, ad oggi riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali, correla il valore aziendale alla capacità di produrre



un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore ed identifica il valore d'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa attesi.

I metodi finanziari si distinguono tra metodi unlevered e metodi levered.

La differenza tra le due tipologie di metodi finanziari risiede nella modalità di calcolo e di attualizzazione dei flussi di cassa.

I metodi Unlevered si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa Unlevered ovvero dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda (possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito). Secondo i metodi Unlevered, i flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli interessi passivi e sono scontati utilizzando quale tasso il WACC (tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale e delle risorse impiegate).

I metodi Levered si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa levered ovvero dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Secondo i metodi Levered, i flussi di cassa disponibili sono calcolati al netto degli interessi passivi e sono scontati utilizzando quale tasso il Costo of equity che ne riflette il grado di rischio per gli azionisti.

Al fine di meglio comprendere la differenza tra tali due tipologie di metodi, che risiede nella modalità di determinazione del flusso di cassa da porre alla base della valutazione, si propone di seguito la seguente rappresentazione delle diverse modalità di calcolo dei flussi di cassa previste da ciascuno dei due metodi:

	Unlevered Cash Flow (UCF)		Levered Cash Flow (LCF)
(+)	Reddito operativo (EBIT)	(+)	Utile netto
(-)	Imposte figurative sul reddito operativo		
(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie	(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie
(+/-)	Variazione capitale circolante	(+/-)	Variazione capitale circolante
(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)	(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
		(+/-)	Versamenti/rimborsi di capitale
		(+/-)	Accensione/estinzione di finanziamenti
=	Unlevered Cash Flow (UCF)	=	Levered Cash Flow (LCF)



Il metodo unlevered discounted cash flow (UDCF) consente quindi di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets.

Il metodo basato sul flusso netto (LDCF) spettante agli azionisti (levered) consente invece di determinare direttamente il valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i flussi: come accennato in precedenza, si utilizza infatti il WACC nel caso di flussi unlevered, mentre si utilizza il C.O.E. (Cost Of Equity) nel caso di flussi levered.

I metodi possono essere suddivisi in tre principali raggruppamenti:

- a. Metodi finanziari analitici: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico sino al termine della durata dell'azienda. Si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi;
- b. Metodi finanziari sintetici: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo;
- c. Metodi finanziari analitici con terminal value: il metodo analitico con terminal value è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi di annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 4 e i 7 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale è dato quindi dalla somma dei flussi di cassa e dal terminal value.

Ad oggi il metodo finanziario di maggiore utilizzo nella prassi professionale è quello analitico con terminal value basato su flussi di cassa unlevered di cui al precedente punto c) ovvero il metodo della "Unlevered Discounted Cash Flow Analys". Secondo tale metodo, il



Il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- a. il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto Enterprise Value), scontato ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital o WACC); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito;
- b. il valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
- c. la posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato (nonostante si tratti di un'approssimazione, nella prassi spesso tale valore viene identificato con la posizione finanziaria netta (PFN) risultante dall'ultimo bilancio approvato);
- d. il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (surplus assets).

La formula che esprime il valore dell'azienda è rappresentabile algebricamente secondo

la seguente formula:

$$W = [\sum OFCF (n) * (1 + i)^{-n} + T.V.] -/+ PFN - M + SA$$

Dove:

W:	valore di mercato del patrimonio netto o Equity;
OFDCF(n) :	flussi di cassa operativi attesi per ciascuno degli n anni considerati nelle previsioni;
WACC:	tasso di attualizzazione (tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale e delle risorse impiegate)
T.V. :	Terminal Value o valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale di flussi di cassa relativi agli anni da n+1 in poi ovvero alla fine del periodo esplicito di previsione;
PFN :	valore netto dei debiti finanziari in essere alla data di riferimento della valutazione rettificato del valore delle attività finanziarie;
M:	minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi)
SA:	surplus assets

I flussi di cassa attesi (OFDCF), primo degli elementi della formula, avendo natura operativa, sono legati all'attività caratteristica della società e, partendo dal risultato operativo, possono essere determinati come segue:

(+)	Reddito operativo (EBIT)
(-)	Imposte figurative sul reddito operativo
(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie
(+/-)	Variazione capitale circolante
(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
=	Unlevered Cash Flow (UCF)

Come già ricordato, il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario. Esso viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = K_d * (1-T) * D/(D+E) + K_e * E/(D+E)$$

Dove:

$K_d * (1-T)$	Costo del debito al netto dell'effetto fiscale
K_e	Costo del capitale proprio (Costo of Equity)
D	Capitale di debito di natura finanziaria
E	Capitale proprio
T	Aliquota d'imposta

Il costo del capitale proprio, K_e , è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente beta, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente beta viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare.

Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Dove:

$R_f =$	tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
Beta =	coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;
$R_m =$	premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Il valore finale è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di

proiezione. Detto valore è determinato sulla base di due variabili principali: il flusso di cassa operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo di previsione analitica e il tasso di crescita di tale flusso atteso in perpetuo (denominato "g").

Il valore finale viene in genere calcolato attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), incrementato di un tasso di crescita perpetua "g". Il valore così ottenuto viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione utilizzando il tasso Wacc.

3.5 Metodi empirici (o dei multipli di mercato)

Tra i metodi di valutazione riconosciuti dalla dottrina rientrano anche i cosiddetti "criteri empirici" che sono espressioni di valore desunte dall'esperienza di negoziazioni di imprese operanti nello stesso settore di attività ed aventi eguali caratteristiche.

Tali criteri, pur non essendo enunciazioni razionali di valori, offrono riferimenti che sul piano pratico sono giudicati utili. La loro utilizzazione nasce per imitazione di una serie di comportamenti ripetuti che, in quanto tali, dimostrano una loro valenza alla realtà di mercato.

Tali criteri empirici sono espressi da multipli di valori contabili o da formule più complesse che utilizzano parametri di diversa natura.

Ciò che comunque legittima tali criteri è l'uso che ne fa la pratica ed il credito di cui godono presso gli operatori. La letteratura anglo-sassone applica a questi criteri un'espressione che ne rende bene il significato: "Rules of Thumb" (Regole del pollice).

Secondo il Guatri, nel "Trattato sulla valutazione delle aziende", la "Rule of Thumb" è *"uno strumento di formazione del prezzo ispirato dal mercato, basato su una opinione collettiva diffusa in un settore specifico o in altri similari, indicante per quanto un'azienda può essere venduta o comprata."*

I metodi dei multipli si distinguono a seconda delle variabili su cui si basano. I principali

multipli impiegati nella prassi della valutazione d'azienda sono i seguenti:

- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- Price/earning (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;



- EV/OFCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
- EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.



I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali, sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/ EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di turnaround.



Il valore dell'azienda viene poi determinato, a seconda del settore di appartenenza, sommando l'importo ottenuto applicando i "multipli" al capitale netto ovvero all'attivo di bilancio.



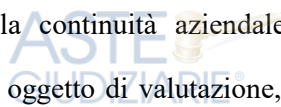
4. DESCRIZIONE DEL LAVORO SVOLTO

4.1 Premessa metodologica

Quale premessa metodologica da portare all'attenzione dei fruitori della presente relazione di stima, si ritiene doveroso segnalare che tutte le valutazioni cui si farà riferimento nel prosieguo del presente elaborato, non essendo stata esperita una *due diligence* sulla corretta applicazione dei principi contabili da parte della Società, sono fondate sull'ipotesi di una corretta e completa applicazione degli stessi nella predisposizione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria alla data di riferimento e postulando altresì che detta situazione patrimoniale, economica e finanziaria includa tutti i debiti e tutte le passività, anche latenti.



Tutte le valutazioni sono state pertanto fondate sul presupposto della veridicità della documentazione acquisita e sul presupposto della continuità aziendale. Ciò anche in considerazione del fatto che i bilanci della Società oggetto di valutazione, è assoggettata a procedura di Liquidazione Giudiziale.



L'esponente non ritiene pertanto necessario prendere in considerazione alcuna rettifica delle poste patrimoniali della società oggetto di valutazione che si assumono quindi



rappresentative del loro valore corrente. Ciò salvo il caso in cui si renda necessario esprimere eventuali diversi valori a fini valutativi.

L'analisi e la specifica descrizione delle poste patrimoniali saranno quindi effettuate, nel presente elaborato, unicamente e limitatamente alle sole poste patrimoniali che, nell'ottica di valutazione della Società, saranno ritenute meritevoli di diversa valutazione rispetto a quella effettuata in sede di bilancio.

4.2 Documentazione esaminata

Per la stima del capitale economico della Appforgood alla data del 1° gennaio 2026, sono stati considerati i seguenti elementi:

- visura camerale estrapolata dallo scrivente dalla CCIAA in data 4 marzo 2026;
- contratto di affitto d'azienda stipulato dalla Società *in bonis* con Indoosty S.r.l.;
- la previsione di ricavi e di costi relativi al ramo di azienda per gli anni 2026, 2027 e 2028, dal quale emerge un reddito previsto di Euro 1.448,56- (**All. sub 2**).

5. LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO PER LA VALUTAZIONE

La Società opera nel settore dei servizi di consulenza informatici.

Al fine di determinare il valore del ramo di azienda di Appforgood, tenuto conto della natura commerciale dell'attività svolta e con l'obiettivo di valorizzare nel contempo la capacità dell'azienda di generare flussi reddituali, si è ritenuto di procedere quindi adottando, tra i metodi sopra descritti, il metodo reddituale, alla luce della documentazione in possesso dello scrivente.

5.1 L'applicazione del metodo reddituale

L'applicazione del metodo reddituale si fonda sul principio cardine secondo cui il valore di un'azienda, o di un ramo di essa, è funzione diretta della sua capacità di generare flussi di reddito in futuro. A differenza dei metodi patrimoniali, tale approccio prescinde dal valore dei singoli elementi attivi e passivi, concentrandosi sull'utilità economica complessiva che l'investitore può ritrarre dalla gestione.

Si è ricordato nelle note metodologiche che, tramite tale metodo, il valore è determinato

dall'attualizzazione dei redditi attesi, proiettati su un arco temporale definito o perpetuo, applicando un tasso di congrua capitalizzazione che rifletta il rischio specifico del settore. Nel caso di durata definita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito con durata limitata a n anni:

$$W = R a^{-n} / i$$

Nel caso di durata indefinita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$W = R / i$$

Nel caso di specie, però, il perito è già in possesso del reddito previsto per gli anni 2026, 2027 e 2028 e, pertanto, non si rende necessario operare come sopra descritto, ma utilizzare il reddito previsto, come illustrato al precedente paragrafo 4.2.

5.1.1 Determinazione del coefficiente R

Al fine di individuare il coefficiente R sopra descritto l'esponente stimatore ha avviato le proprie determinazioni dal budget relativo agli anni 2026, 2027 e 2028, dal quale emerge un utile ante imposte complessivo per i tre anni oggetto di analisi di Euro 1.448,56-. Dalle informazioni acquisite è emerso che ad oggi non è prevedibile alcuno sviluppo certo dei progetti in essere (in altri termini non sono prevedibili altri ricavi) e che il costo del dipendente, pari ad Euro 50.596,48- all'anno, non può essere in alcun modo ridotto.

Alla luce di quanto sopra, viene preso in considerazione quale reddito l'importo di Euro 1.448,56-.

5.1.2 Determinazione dell'orizzonte temporale n e del tasso i

Come anticipato al precedente capitolo 3.2., nel caso di durata definita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito con durata limitata a n anni: $W = R a^{-n} / i$



Nel caso di specie l'orizzonte temporale viene assunto in tre anni, pari alla durata del budget messo a disposizione dello scrivente relativo al triennio 2026-2028.

Determinato come sopra esposto il parametro R, è necessario stimare il tasso (i) per l'attualizzazione. Detto tasso è il tasso che consente di determinare la misura del reddito differenziale in quanto tasso idoneo ad esprimere una misura di rendimento soddisfacente tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.

La dottrina prevalente identifica tale tasso con il "C.O.E. – Cost of Equity". Il C.O.E. viene calcolato secondo la formula:

$$\text{C.O.E.} = R_f + \text{beta} * (R_m - R_f)$$

Dove:

Rf =	tasso di rendimento <i>risk free</i> , pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
Beta =	coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;
Rm =	tasso di rendimento di mercato azionario
Rm-Rf=	premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.



Tale formula misura quindi il tasso considerato come sommatoria del tasso di riferimento degli investimenti senza rischio, aumentato del tasso di rischio, al fine di remunerare il surplus di rischio in relazione all'attività considerata.

Il tasso di riferimento degli investimenti senza rischio (Rf) è stato individuato nella percentuale del 3,45%, ossia pari al rendimento dei BTP a 10 anni.

Ai fini della presente stima, è stato adottato un coefficiente beta pari a 1,387 corrispondente al beta del settore "Information Services"¹.

Il tasso di riferimento degli investimenti sul mercato azionario (Rm) è stato individuato nella percentuale del 7,26%, ossia pari all'*equity risk premium rating* facendo riferimento al paese Italia².

Pertanto, il premio per il rischio (Rm-Rf) è pari a stato stimato in 3,81 punti percentuali.

¹ "Beta, Unlevered beta and other risk measures", Damodaran, January 2026.

² "Country Default Spreads and Risk Premiums", Damoradan January 2026.



Infine, effettuando il calcolo secondo il modello denominato “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM), ovvero considerando il premio per il rischio azionario³, ponderato per un indice (conosciuto come “*coefficiente beta*”) si determina il tasso (C.O.E.) pari al 8,74%.

Determinazione dell'orizzonte temporale (n)

Per quanto concerne la determinazione di n, ossia della durata attesa del sovra-reddito, la dottrina è solita fissare tale parametro in un arco di tempo variabile tra i 3 ed i 5 anni con riguardo, soprattutto, alle attività aziendali per le quali la redditività è influenzata dalla capacità del titolare.

Tale valore viene solitamente ridotto a tre anni per le aziende in condizioni di precario equilibrio economico ed innalzato anche fino a dieci anni per le imprese in situazioni di ordinario equilibrio.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, pur mantenendo un approccio prudentiale, si ritiene pertanto corretto adottare un arco temporale pari ad anni tre.

5.2 Determinazione del valore del ramo di azienda

Sulla base del metodo impiegato e dei dati a disposizione si dichiara che il valore del ramo di azienda calcolato secondo il metodo reddituale alla data 1° gennaio 2026 è pari a

Euro 1.126,68- arrotondato ad

Euro 1.100- (millecento/00)

5.3 Offerta pervenuta

In data 27 febbraio 2026 è pervenuta un'offerta di Euro 9.000,00- (All. sub 1). Alla luce di quanto sopra esposto, si ritiene che l'offerta pervenuta sopra menzionata possa essere assunta quale base d'asta per la vendita competitiva.

6. CONCLUSIONI

Il valore del ramo di azienda, determinato sulla base dell'offerta pervenuta ammonta ad Euro 9.000,00- e quindi, arrotondando per semplicità, ad

Euro 9.000,00- (novemila/00)

³ Fonte “*Country Default Spreads and Risk Premiums*” Damoradan January 2026.



Il sottoscritto ritiene di avere espletato il mandato ricevuto sulla base delle informazioni fornite dalla società e con la dovuta coscienza professionale.

Ringraziando con perfetta osservanza.

Genova, 22 aprile 2026

Dott. Luigi Figari

(firmato digitalmente)



Allegati: cdt

