

prof. Fabrizio Di Lazzaro
Dottore Commercialista – Revisore Contabile
Viale Tito Livio, 12 – 00136 Roma
Tel./fax 0635491670 - 0635341159

Tribunale di Arezzo
L.G. n. 1/2026
Giudice Delegato: dott. Federico Pani
Curatore: dott. Massimo Borri

RELAZIONE DI VALUTAZIONE
dei rami di azienda “Produzione” e “Commerciale”
di [REDACTED]

Roma li, 29 maggio 2026

INDICE

1. Incarico conferito.....	3
2. Precisazioni e avvertenze.....	3
3. Documentazione esaminata.....	4
4. Breve descrizione di [REDACTED].....	5
5. Ramo di azienda "Produzione"	7
6. Ramo di azienda "Commerciale"	8
7. Premessa generale sui metodi di valutazione	8
8. Scelta del metodo di valutazione	16
9. Valutazione del ramo di azienda "Produzione".....	16
9.1. Attrezzature industriali e commerciali	16
9.2 Contratto di leasing.....	18
9.3 Marchi.....	19
9.4 Partecipazione nella [REDACTED].....	22
9.5 Valore ramo "Produzione".....	23
9.6 Verifica con il metodo dei multipli	23
10. Valutazione del ramo di azienda "Commerciale"	24
10.1 Metodo reddituale.....	24
10.2 Verifica con il metodo dei multipli	25
11. Valutazione dell'azienda [REDACTED].....	25
12. Conclusioni	26
Appendice.....	27

1. Incarico conferito

Con lettera in data 30.01.2026 il curatore della liquidazione Giudiziale n. 1/2026 di [REDACTED] dichiarata dal Tribunale di Arezzo con sentenza del 7.01.2026, depositata in data 8.01.2026, ai sensi dell'art. 195 C.C.I.I., ha nominato il sottoscritto, prof. Fabrizio Di Lazzaro, con studio in Roma, Viale Tito Livio 12, dottore commercialista, revisore legale, C.F. DLZFRZ61S24H501I, quale esperto per procedere alla perizia estimativa dell'azienda [REDACTED]

La data di riferimento della valutazione è il **30.04.2026** e la stessa ha avuto per oggetto la stima autonoma dei rami di azienda "Produzione" e "Commerciale", attualmente condotti in locazione da [REDACTED], nonché dell'intero complesso aziendale.

2. Precisazioni e avvertenze

È opportuno, in via preliminare, precisare che il concetto di "valore economico" di un *asset*, alla cui determinazione è finalizzata la presente relazione di stima, non necessariamente coincide con il "prezzo" di cessione.

Il "valore economico" (o anche "valore intrinseco" o "fondamentale") di un'attività reale o finanziaria (o di un'azienda) può essere definito, secondo quanto indicato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), come¹:

"l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi".

La stima del capitale economico sottintende, pertanto, un processo valutativo:

- *generale*, in quanto non influenzato da ogni effetto contingente di domanda ed offerta, nonché dalle caratteristiche delle parti eventualmente interessate alla transazione;
- *razionale*, in quanto frutto di una metodologia logica di valutazione;
- *oggettivo*, in quanto le ipotesi su cui si basa il processo valutativo vengono determinate con la massima obiettività e possibilità di riscontro;
- *stabile*, in quanto le variabili considerate sono depurate dall'effetto di eventi straordinari o di transazioni effettuate a valori non normali.

¹ cfr. PIV 2015, par. I.6.8

Il concetto di “*per se*”, di contro, per sua stessa natura, recepisce considerazioni ed aspetti inevitabilmente soggettivi e di apprezzamento qualitativo, che non rispondono ai requisiti di generalità, razionalità, oggettività e stabilità che caratterizzano, al contrario, il valore economico.

Il sottoscritto, inoltre, rende noto che:

- per la redazione della presente relazione di stima si è avvalso di documenti messi a disposizione dalla liquidazione giudiziale, anche a richiesta;
- la documentazione contabile ed *extra* contabile acquisita non ha formato oggetto di verifiche, controlli e/o certificazioni, coerentemente con il mandato all'uopo ricevuto. La stessa è stata, quindi, utilizzata *tel quel* per la predisposizione della presente relazione. In questa prospettiva, lo scrivente avverte che, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio e pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali documenti, informazioni e dati, non ne risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività.

3. Documentazione esaminata

Lo scrivente ha acquisito la seguente documentazione:

- relazione di stima dei beni immobili redatta dall'arch. Alessandro Stocchi in data 24.03.2026;
- autorizzazione GD subentro contratto di *leasing* immobiliare;
- atto modificativo di affitto di rami di azienda del 9.04.2026;
- contratto di sublocazione “immobile [REDACTED]” del 20.04.2023;
- analisi economica reparto fabbrica periodi 2024 - 2025 - 2026;
- bilancio “Negozio Reggio Emilia” 2023 - 2024 - 2025;
- contratto *leasing* capannone Unicredit *Leasing* IF983223 del 25.01.08;
- piano ammortamento *leasing*;
- accoglimento trascrizione n. 602026000044311 del 10.04.2026 dei marchi n. 302006901422400, rinnovato al n. 362016000045491, n. 302013902202854, rinnovato al n. 362023000162123 e n. 302015000030048, rinnovato al n. 362025000095632;
- ricevuta presentazione rinnovo marchio n. 302006901422400, rinnovato al n. 362016000045491, scaduto il 16.03.2026 e rinnovato al n. 362026000047893;
- marchio Vietnam n. 4-0334277-000;

- relazione di stima beni strumentali di PBG S.r.l. in data 31.03.2026 e successive integrazioni;
- visura storica [REDACTED]
- visura storica [REDACTED]
- bilancio 2023 [REDACTED]

4. Breve descrizione di [REDACTED]

Il curatore ha così ricostruito le principali vicende che hanno interessato [REDACTED]

[REDACTED] (di seguito anche la Società o [REDACTED])
“[REDACTED]” [REDACTED] fa capo alla famiglia [REDACTED] il padre, è socio al 50% e amministratore unico di [REDACTED] uno dei figli, è Amministratore Unico, dal 16.12.2025 (succeduto a [REDACTED] di [REDACTED]) detenuta al 100% dal fratello [REDACTED]....

La società è stata costituita il 10.01.2005 ed ha come oggetto la produzione e vendita, tramite svariati negozi in tutta Italia (passati poi a [REDACTED] di abbigliamento e accessori maschili.

In data 20.04.2023 [REDACTED] (la società era in liquidazione dal 3.8.2020, a seguito delle ingenti perdite registrate, ammontanti ad oltre 3 milioni di euro) con l'intento di concludere “uno o più Accordi di Ristrutturazione” stipulava con [REDACTED] un contratto di affitto di azienda avente ad oggetto, sostanzialmente, il complesso dei rapporti giuridici e beni organizzati presso l'“Immobile [REDACTED]” per la produzione di capi d'abbigliamento maschili e accessori (la “fabbrica” o “Ramo di Azienda Produttivo” sito in [REDACTED] nonché il ramo di azienda costituito dal punto di vendita sito in Reggio Emilia (unico rimasto assieme a quello ubicato all'interno della fabbrica), il cui contratto di locazione dell'immobile (in quanto non di proprietà) rientrava anch'esso nell'oggetto dell'affitto di azienda.

Il canone di locazione (par. 3 del contratto), pur rimandando alle perizie giurate di stima redatte all'epoca dal dottor Marco Rossi (oggi commercialista della società) che determinavano lo stesso in euro 91.440,00 annui (pari ad euro 7.620,00 mensili, di cui euro 7.200,00 riferiti al “Ramo di azienda [REDACTED]” ed euro 420,00 riferiti al “Ramo di azienda commercio al minuto Reggio Emilia”) veniva, per contro, determinato in euro 45.600,00 annui (pari ad euro 3.800,00 mensili).

La durata veniva fissata “fino alla prima data tra (i) la definitività dell'omologazione degli Accordi di Ristrutturazione e (ii) la data del 31 maggio 2025”.

Dal perimetro del contratto di affitto di azienda rimanevano espressamente esclusi, tra l'altro:

- le "eventuali rimanenze di magazzino (par. 2.1.2 punto (iii)), che ove presenti e d'interesse dell'affittuaria, potranno formare oggetto di separato contratto estimatorio"; in realtà il contratto estimatorio non sembrerebbe essere mai stato concluso; il magazzino risulterebbe infatti essere (già nel passato) ceduto a [REDACTED] ciò, secondo quanto dichiarato dall'amministratore, è all'origine, assieme alle lavorazioni effettuate in favore di [REDACTED] in epoca anteriore all'affitto di azienda, dell'ingente credito maturato da [REDACTED] nei confronti di [REDACTED] (il credito ammontava al 31.12.2024 ad oltre 3,2 milioni di euro cui si aggiungono oltre 1,3 milioni maturati nei confronti di altre società facenti capo alla famiglia [REDACTED] tra cui [REDACTED] e [REDACTED]
- l'immobile sito in [REDACTED] detenuto da [REDACTED] in forza di contratto di leasing immobiliare stipulato con Locat Leasing (Gruppo Unicredit) in data 25.01.2008; al par. 3.1.2 veniva infatti precisato che il canone "non costituirà corrispettivo, né in tutto, né in parte, del godimento dell'immobile [REDACTED] ma del solo Contratto di Affitto dei Rami [REDACTED] in quanto, con riferimento all'utilizzo dell'Immobile [REDACTED] oggetto del Contratto Leasing Immobile, le società [REDACTED] e [REDACTED] hanno stipulato separato Contratto di Sublocazione per un canone corrispondente ai canoni leasing dovuti ad "Unicredit Leasing".

In data 17.04.2025 [REDACTED] a seguito di deposito in data 21.03.2025 di domanda di liquidazione giudiziale presentata da Agenzia delle Entrate, depositava domanda di concordato (con assuntore) in bianco ex art. 44 CCII; Il Tribunale di Arezzo in data 23.04.2025 emetteva decreto di concessione del termine di 60 giorni.

Data l'imminente scadenza del contratto di affitto di azienda (31.05.2025), in data 29-30.05.2025 Sartoria depositava istanza per essere autorizzata:

1. a prorogare il contratto di affitto di azienda "sino alla data dell'eventuale emissione del provvedimento-decreto che omologherà il Concordato in continuità e con Assuntore richiesto a carico della [REDACTED] e ciò di comune accordo con la società affittuaria";
 2. a rideterminare il canone al fine di renderlo congruo con la perizia di stima (nel frattempo redatta ex novo, sulla falsariga della precedente, dalla Rag. Fiorenza Arrigucci) in euro 8.000,00/mese; tale importo, però, era riferito al solo ramo Produzione, e non teneva conto del ramo di azienda riferito al punto vendita di Reggio Emilia. In data 09.06.2025 [REDACTED] procedeva pertanto a depositare una nuova istanza di autorizzazione a prorogare il contratto di affitto di azienda al nuovo canone di euro 8.780,00/mese, di cui euro 8.000,00 riferiti al ramo Produzione e 780,00 al ramo Reggio Emilia;
- In data 10.06.2025 il Tribunale di Arezzo, previo parere del Commissario (all. 1), autorizzava la stipula del nuovo contratto di affitto di azienda alle condizioni da ultimo indicate (all. 2);

In data 16.06.2025 [REDACTED] procedeva a modificare il contratto di affitto di azienda sulla base del provvedimento autorizzativo del Tribunale di Arezzo (all. 3);

In data 23.06.2025 [REDACTED] depositava atto di rinuncia alla richiesta di Concordato (all. 4);

In data 25.06.2025 [REDACTED] e [REDACTED] (aventi all'epoca entrambe come amministratore unico, [REDACTED]) procedevano a risolvere il contratto di affitto di azienda del 20.04.2023 (come modificato in data 16.06.2025), e a stipularne uno nuovo (all. 5) che ricalca quello precedente, eccezion fatta, tra l'altro, per:

- a) durata: indicata in due anni dalla stipula, con rinnovo tacito;
- b) canone: determinato in euro 96.000,00 annui (pari ad euro 8.000,00/mese);
- c) perimetro affitto: viene eliminato il riferimento al magazzino e all'immobile, che però viene ribadito essere in leasing.

In data 26.06.2025 il Tribunale di Arezzo emetteva decreto con cui prendeva atto della rinuncia da parte della ricorrente (all. 6).

Nelle more del procedimento unitario rimasto aperto a seguito dell'istanza di liquidazione giudiziale presentata da AdE, [REDACTED], nel tentativo di evitare il fallimento:

- a) rateizzava il debito verso Agenzia delle Entrate: sono state pagate, da [REDACTED] che ha compensato gli importi con il debito verso [REDACTED], n. 5 rate per un ammontare totale di euro 190.661,00;
- b) perfezionava una prima transazione con DoValue che ha visto l'esborso di euro 310.000,00 a fronte di un debito residuo di oltre 900.000; anche in questo caso il pagamento è stato effettuato da [REDACTED] che ha compensato l'importo nominale del di 900.000 euro (e non quello effettivamente pagato) con il debito verso [REDACTED]

In data 7-8.01.2026 il Tribunale di Arezzo dichiarava la liquidazione giudiziale di [REDACTED].”.

Attualmente i rami di azienda *de quibus* risultano locati a [REDACTED], con sede in [REDACTED], in base al contratto di affitto di azienda del 25.06.2025, come modificato dal successivo atto del 9.04.2026, al canone annuo di € 105.360 oltre Iva.

5. Ramo di azienda “Produzione”

Il ramo di azienda “Produzione” ha per oggetto l'attività di produzione di capi di abbigliamento ed accessori di alta gamma per adulti, per conto proprio e di terzi.

Lo stesso risulta situato in [REDACTED] e comprende i seguenti beni materiali ed immateriali oggetto di stima:

- attrezzature industriali e commerciali come da inventario redatto da PBG S.r.l.;
- contratto Unicredit *Leasing* IF983223 del 25.01.08;

- marchio n. 302006901422400, rinnovato al n. 362016000045491, scaduto il 16.03.2026 e rinnovato al n. 362026000047893;
- marchio n. 302013902202854, rinnovato al n. 362023000162123;
- marchio n. 302015000030048, rinnovato al n. 362025000095632;
- marchio Vietnam n. 4-0334277-000;
- partecipazione pari al 100% del capitale nella [REDACTED]

6. Ramo di azienda "Commerciale"

Il ramo di azienda "Commerciale" è costituito dall'unità locale destinata al commercio al dettaglio di articoli di abbigliamento, ubicata in Reggio Emilia, [REDACTED] (punto vendita "Reggio Emilia"), comprensivo degli arredi dello *showroom*, come da inventario redatto da PBG S.r.l.

7. Premessa generale sui metodi di valutazione

In generale, i metodi di stima adottabili per determinare il "valore economico" di un complesso aziendale in funzionamento sono classificabili nelle seguenti categorie:

- a) metodi indiretti;
- b) metodi diretti.

^ ^ ^

Nell'ambito della prima categoria (c.d. metodi "indiretti") possono essere annoverati i seguenti:

- c) metodi finanziari;
- d) metodi reddituali;
- e) metodi misti;
- f) metodi patrimoniali.

I metodi finanziari si basano sull'attualizzazione, mediante un opportuno tasso, dei flussi di cassa che la gestione aziendale è in grado di generare dal momento della valutazione a quello della sua completa liquidazione.

In simboli, il valore W del complesso aziendale è dato da:

$$\sum_{i=1}^{i=n} F_i v^i + TV v^n$$

dove:

W = Valore dell'azienda

F_i = Flussi di cassa attesi all'epoca i

v = Fattore di attualizzazione

TV = Valore residuo all'epoca (n)

Secondo tale impostazione l'acquisizione di un complesso aziendale viene equiparata ad un qualsiasi altro investimento e quindi lo stesso viene valutato in base alla teoria finanziaria del valore.

Il TV viene determinato, secondo prassi e dottrina prevalente, in base al c.d. “*modello di Gordon*”, utilizzando la seguente relazione:

$$TV = \frac{R * (1 + g)}{(i - g)}$$

dove:

TV = Valore residuo all'epoca (n+1)

R = Reddito medio normale atteso

i = Tasso di attualizzazione

g = Tasso di crescita

Il metodo reddituale si basa sul medesimo algoritmo del metodo finanziario, ma utilizza, in luogo dei flussi di cassa, i margini economici generati dall'impresa.

Il valore di un'azienda viene così visto solo ed esclusivamente in funzione della sua capacità di produrre, stabilmente nel tempo, un flusso di reddito medio – normale, attualizzato in base ad un opportuno tasso che sconta, tra l'altro, il grado di rischio allo stesso associato.

La differenza fra il valore così ottenuto e il *fair value* delle attività e delle passività, contabilizzate e non, costituisce, come è noto, l'avviamento, positivo o negativo a seconda del saldo ottenuto dalla differenza fra le grandezze considerate.

Le maggiori difficoltà connesse con l'applicazione di tale modello riguardano la determinazione del flusso di reddito medio-normale atteso e l'individuazione del tasso "i" di attualizzazione.

Con riferimento al tasso "i" di attualizzazione dei flussi di reddito, esso è pari al saggio base di rendimento per investimenti privi di rischio (c.d. tasso *risk free*), maggiorato di un premio ritenuto equo relativamente al grado di rischio che caratterizza l'azienda oggetto di acquisizione.

Il tasso "*equo*" di redditività (o K_e), secondo un approccio *equity side*, risulta composto dai seguenti elementi:

$$K_e = a + b + c$$

dove:

a = tasso di inflazione

b = compenso per investimenti a rischio nullo

c = premio per il rischio

In merito alla relazione di cui sopra si precisa che:

- la componente "a" viene omessa quando il reddito medio prospettico è determinato a valori monetari costanti, sulla base anche della capacità dell'investimento aziendale di "sottrarsi all'inflazione";
- la componente "b" è di norma determinata sulla base del rendimento reale per investimenti privi di rischio;
- la componente "c" è determinata sulla base del grado di rischio generale e particolare del settore e dell'azienda oggetto di analisi.

Per la maggiorazione del tasso base conseguente al profilo di rischio generale e particolare dell'impresa è di norma utilizzato il modello del *C.A.P.M.*, secondo la seguente relazione:

$$c = \beta (r_m - r)$$

Dove:

r = tasso degli investimenti senza rischio;

r_m = rendimento generale medio del mercato azionario

β = misura del rischio specifico aziendale

Il “*country risk*” può essere alternativamente compreso nel “*market risk premium*” ($r_m - r$) ovvero nel tasso nominale base “*risk free*”.

Il tasso di attualizzazione nelle valutazioni c.d. *asset side* è dato dalla seguente relazione:

$$WACC = K_e \times a + K_d \times (1-t) \times b$$

$$WACC = K_e \times a + K_d \times (1-t) \times b$$

Dove:

K_e = costo del capitale proprio

a = rapporto fra capitale proprio e capitale proprio più debiti

$$K_d = \text{costo del capitale di debito}$$

K_d = costo del capitale di debito

t = aliquota fiscale teorica

$$K_d = \text{costo del capitale di debito}$$

b = rapporto fra debiti e capitale proprio più debiti

I metodi misti sono diffusamente impiegati nella pratica delle valutazioni di azienda.

In essi si fondono i principi essenziali dei metodi di valutazione di tipo patrimoniale e reddituale.

Caratteristica principale di tali metodi è di valutare l'avviamento attribuibile al complesso aziendale autonomamente rispetto al sistema degli altri beni che lo compongono.

La formula maggiormente diffusa è la seguente.

$$W = PNR + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

$$W = PNR + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

dove:

W = Valore dell'azienda

PNR = Patrimonio Netto Rettificato

$a_n \cdot i'$ = Coefficiente di attualizzazione

R = Reddito medio prospettico

i = Tasso medio normale di remunerazione del capitale

$$W = PNR + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

$$W = PNR + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

In caso di individuazione separata di beni intangibili non contabilizzati, la formula è la seguente:

$$W = (PNR + BI) + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

$$W = (PNR + BI) + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

dove:

W = valore dell'azienda

$$W = (PNR + BI) + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

$$W = (PNR + BI) + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

$$W = (PNR + BI) + a_n \cdot i' (R - i' PNR)$$

PNR = Patrimonio Netto Rettificato

BI = Beni Immateriali non contabilizzati

n = durata stimata del sovra/sotto reddito

i' = tasso di attualizzazione

R = Reddito medio normale senza effetti economici dei BI

i'' = tasso rendimento

Il secondo addendo della formula esprime, come è noto, l'avviamento.

Esso viene interpretato come la capacità del sistema aziendale di produrre redditi superiori rispetto ad una remunerazione del capitale netto rettificato giudicata "equa", tenuto conto dei fattori di rischio interni ed esterni che l'azienda incontra.

Tale remunerazione "equa" è espressa dalla relazione "iPNR".

Il tasso " i " di commisurazione dei sovra-redditi (o anche dei "sotto-redditi") è pari al K_e descritto in precedenza, costituito dal saggio base di rendimento per investimenti privi di rischio, maggiorato di un premio ritenuto equo relativamente al grado di rischio che caratterizza l'azienda oggetto di acquisizione.

Per la determinazione del tasso " i " del coefficiente di attualizzazione è possibile, a seconda dei casi, utilizzare una delle seguenti impostazioni:

- a) attribuire al tasso suddetto uno *spread* positivo di circa due o tre punti rispetto al tasso " i " utilizzato per la determinazione dei sovra (sotto) redditi, al fine di effettuare una valutazione più prudente dell'avviamento, che sconti il rischio connesso ad una permanenza di tale condizione di sovra – profitto inferiore alle ipotesi formulate;
- b) considerare il tasso suddetto un puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, indipendente da fattori di rischio interni e/o esterni dell'impresa;
- c) aggiungere al tasso, così come determinato sub alinea precedente, la componente di "*market risk premium*", per tener conto che l'investimento di cui trattasi è comunque di tipo azionario;
- d) considerare " i " = " i' ".

Sempre la prassi e la dottrina prevalente, di matrice continentale, sono infine concordi nell'affermare che all'avviamento debba essere attribuita una durata limitata, oscillante fra 3, 5 e 10 anni, a seconda delle circostanze².

I **metodi patrimoniali** rappresentano la sostanziale alternativa alla soggettività insita nelle metodologie finanziarie e reddituali.

Nella valutazione patrimoniale, infatti, vengono quantificate a valori correnti le singole componenti, positive e negative, del capitale aziendale.

I singoli elementi attivi sono, quindi, risposti ai valori di mercato mentre gli elementi passivi sono aggiornati in base al loro effettivo valore di esigibilità.

Mentre gli elementi passivi vengono sempre tutti considerati, gli elementi attivi vengono suddivisi in tre gruppi:

- a) beni contabilizzati, ovvero tutti i beni materiali ed immateriali per i quali la normativa attuale prevede l'obbligo di iscrizione in bilancio;
- b) beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un valore di mercato effettivo o supposto;
- c) beni immateriali non contabilizzati e non dotati di un valore di mercato.

In funzione del gruppo di elementi attivi considerati è possibile distinguere tre tipologie di valutazione patrimoniale:

- metodi patrimoniali semplici, che considerano solo gli elementi di cui al gruppo a);
- metodi patrimoniali complessi di I grado, che considerano gli elementi attivi del gruppo a) e b);
- metodi patrimoniali complessi di II grado, che considerano gli elementi attivi del gruppo a), b) e c).

Il **metodo patrimoniale semplice** si basa sui valori contabilizzati dei beni, siano essi materiali che immateriali.

L'obiettivo che si propone tale metodo è quello di individuare il cosiddetto "capitale netto rettificato".

Ad esso si perviene attraverso una serie di rettifiche positive e negative apportate agli elementi, attivi e passivi, che costituiscono il capitale aziendale.

Tali rettifiche si rendono necessarie al fine di:

- allineare ai valori correnti le attività;
- individuare per le passività il valore corrente di estinzione.

² Diversa è, ad esempio, l'impostazione di tipo anglosassone, che tende a considerare illimitata la durata del sovra - reddito.

Il punto di partenza è costituito dal capitale netto di bilancio, che comprende anche l'eventuale utile di esercizio per la parte non distribuita.

Il valore contabile del capitale netto di norma non coincide con il valore che si ottiene applicando il metodo patrimoniale perché le attività non sono quasi mai iscritte per un importo pari al valore corrente di riacquisto e le passività non sempre sono iscritte al loro valore corrente di estinzione.

Partendo dalle risultanze contabili è, quindi, necessario procedere:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi al fine di verificare la loro corrispondenza ai corretti principi contabili generalmente accettati;
- alla riesposizione in termini di valori correnti degli elementi attivi non monetari, al fine di evidenziare eventuali plusvalenze e/o minusvalenze;
- eventualmente ad aggiornare il valore dei crediti o dei debiti differiti o con interessi non in linea con il mercato.

Sommando al capitale netto contabile le plusvalenze e/o le minusvalenze accertate si determina il capitale netto rettificato, che rappresenta il valore attribuibile al complesso aziendale oggetto di cessione.

Quest'ultimo deve essere infine decrementato/incrementato delle eventuali passività/attività fiscali latenti, conseguenti alle rettifiche di valore apportate.

I **metodi patrimoniali complessi** consistono in una stima che parte sempre dai valori contabilizzati ma che include anche beni immateriali non iscritti in bilancio.

In base alla possibilità di riscontrare il valore di tali beni su un mercato più o meno efficiente si hanno, come sopra specificato, metodi complessi di I grado o di II grado.

Essi sono simili ai metodi misti patrimoniali-reddituali in quanto prevedono la stima autonoma di certune componenti patrimoniali immateriali.

La valutazione delle componenti che non risultano contabilizzate avviene in maniera unitaria nei metodi misti mentre avviene in maniera frazionata nei metodi patrimoniali complessi.

I metodi misti, in altre parole, stimano complessivamente l'attitudine del sistema aziendale a produrre flussi di reddito superiori al rendimento medio normale atteso, mentre i metodi patrimoniali complessi stimano la suddetta capacità enucleando e valutando le singole componenti da cui essa dipende, secondo un'impostazione di tipo atomistico.

I **metodi diretti** considerano i prezzi effettivi espressi dal mercato finanziario per quote di capitale dell'azienda *valutanda* o di aziende similari (c.d. *comparison approach*).

Si procede applicando ai dati aziendali medi normalizzati alcuni moltiplicatori empirici, riferiti alle *performance* di settore o storiche, quali:

- il P/E (*Price/Earnings*);
- il P/CF (*Price/Cash Flow*);
- il P/S (*Price/Sales*);
- l'EV/S (*Enterprise Value/Sales*);
- l'EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interests, Tax, Depreciation, Amortization*);
- l'EV/EBIT (*Enterprise Value/Earnings Before Interests, Tax*).

Negli approcci c.d. "*unlevered*" viene determinato il valore dell'azienda al lordo della posizione finanziaria netta (c.d. *Enterprise Value*).

Per determinare il valore dell'*equity* è necessario sottrarre all'*Enterprise Value* il valore dei debiti finanziari, ridotto delle attività liquide o prontamente liquidabili (c.d. *cash & cash equivalent*).

Il valore economico risulta pertanto dalla seguente relazione (ipotizzando l'impiego del multiplo EV/EBITDA):

$$W = (EBITDA * x) - PFN$$

dove:

EBITDA = *Earning Before Interest Taxes Depreciation Amortization*

x = multiplo di adeguati *comparable*

PFN = Posizione Finanziaria Netta

Al valore del capitale economico determinato sia con i metodi indiretti che diretti può eventualmente essere sommato il valore di possibili *surplus asset*, ovvero sottratto quello di eventuali *contingent liabilities*.

I *surplus asset* sono di norma attività, anche potenziali, suscettibili di valutazione autonoma, di tipo non *core* mentre le *contingent liabilities* sono passività potenziali.

Le attività/passività valutate autonomamente possono essere attualizzate, in ipotesi di realizzo/pagamento differito nel tempo.

La relazione è la seguente.

$$W_{adj.} = W + / - (SA/CL \vee^n)$$

Wadj. = Valore capitale economico

SA = *Surplus Asset*

CL = *Contingent Liabilities*

vⁿ = Fattore di attualizzazione

8. Scelta del metodo di valutazione

Tenuto conto delle caratteristiche dei rami di azienda oggetto di valutazione, il sottoscritto ha optato per l'applicazione dei seguenti metodi:

- **patrimoniale complesso di I grado**, con stima autonoma degli intangibili, per il ramo di azienda "Produzione";
- **reddituale** per la stima del ramo di azienda "Commerciale".

È stato utilizzato come metodo di controllo per ambedue i rami il multiplo basato sul *Price/Earning* (P/E) di settore (fonte: *Damodaran*, vedi Appendice).

9. Valutazione del ramo di azienda "Produzione"

Si rappresentano, di seguito, i risultati dei metodi di valutazione utilizzati (patrimoniale complesso come metodo principale e dei multipli come metodo di controllo).

9.1. Attrezzature industriali e commerciali

La valutazione delle attrezzature industriali e commerciali rinvenute presso la sede operativa della società in [REDACTED], come risultante dalla stima effettuata dalla PBG S.r.l. in data 31.03.2026, per la parte riferita al ramo "Produzione", è la seguente.

Codice PBG	Codice libro cespiti	Bene	Marca	Modello	Matricola	Valutazione
1	1175	Macchina da cucire	JUKI	MO-6704DA		€ 800,00
2	263	Macchina da cucire	JUKI	DLN-5410N-7	NENAK39635	€ 400,00
3	558	Macchina da cucire	UNION SPECIAL		1447361	€ 400,00
4	71	Macchina da cucire	PFAFF	438-6/01-900/5	236154	€ 400,00
5	109	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-3		€ 100,00
5	1161	Macchina da cucire	JUKI	M8-1800B	2M2DJ00053	€ 500,00
6	161	Macchina da cucire	PFAFF		497466	€ 400,00
7	145	Macchina da cucire				€ 200,00
8	924	Macchina da cucire	JUKI	LK-1900	2L1VK00468	€ 600,00
9	113	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7	DDL-5550N-7	€ 300,00
10	271	Macchina da cucire	RIMOLDI	264-38-1MO-14/179-CI	864273	€ 300,00
11	115	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550-4	DDLVB50109	€ 300,00
12	55	Macchina da cucire	DURKOPP			€ 100,00
13	143	Macchina da cucire	PFAFF	487-706/81-731/13-900/5	436890	€ 200,00
13	1096	Macchina da cucire	JUKI	M8-373	M80BA38306	€ 1.300,00
14	159	Macchina da cucire	PFAFF	483-900/51	364335	€ 400,00
15	249	Macchina da cucire	PFAFF	543-712/01	695586	€ 400,00
16	87	Stazione da stiro	MACPI	101.12-0080	75350	€ 300,00
17	812	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8700-7	4U0BC16255	€ 400,00
18	147	Macchina da cucire	PFAFF	438-780/01-900/51	305807	€ 400,00
19	549	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8500-7	4U0QM06020	€ 400,00
20		Stazione da stiro	MACPI	101.12-0030	82554	€ 200,00
21	107	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7	DDLAAS3802	€ 100,00
22	1014	Macchina da cucire	PFAFF	1183-8/93-900/24-909/14	06076974	€ 1.100,00
23	105	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7		€ 100,00
24	283	Macchina da cucire	US BUND STITCH	718-N		€ 200,00
25	51	Macchina da cucire	MAIER	221-1:2	19128	€ 200,00
26	557	Macchina da cucire	BEISLER	100/58	158919	€ 400,00
27	91	Trancia	ATOM	SE25CE-T-25	21A610079	€ 700,00
28	1200 (547)	Adesivatrice	MARTIN GROUP	X1000KEL - TCX - 2P	190690404	€ 5.000,00
29	921	Stazione da stiro	MACPI	101.12-0981	103179	€ 200,00
30	73	Stazione da stiro				€ 500,00
31	1120	Stazione da stiro	MACPI	101.22-0080	140480	€ 100,00

32	163	Stazione da stiro	MACPI	101.12-0081	75349	€ 400,00
33	53	Stazione da stiro				€ 200,00
34	759	Macchina da cucire	PFAFF	437-706/81-900/51	413303	€ 1.000,00
35	520	Macchina da cucire	PFAFF	543-712/02	648111	€ 300,00
36	173	Macchina da cucire	MAIER	252		€ 100,00
37	189	Macchina da cucire	US BUND STITCH	99-WB		€ 200,00
38	69	Macchina da cucire	UNION SPECIAL			€ 400,00
39	9	Macchina da cucire	PFAFF	437-32/23-900/51-BS	392642	€ 100,00
40	1084	Macchina da cucire	JUKI	DLU-5490-4	501824	€ 200,00
41	15	Stazione da stiro				€ 100,00
42	761	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8700-7	4D0BC16256	€ 500,00
43	633	Macchina da cucire				€ 400,00
44	564	Macchina da cucire	US BUND STITCH	99-WB		€ 200,00
45	926	Macchina da cucire	BROTHER	DD7100-903A	D1514901	€ 500,00
46	1177	Stazione da stiro	MACPI	101.12-0080	75348	€ 100,00
47	251	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7		€ 600,00
48	1176	Macchina da cucire	US BUND STITCH	718-2		€ 200,00
49	1115	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS	2D0W805103	€ 800,00
50	567	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS	2D0WA04225	€ 500,00
51	1121	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS		€ 200,00
52	1203	Stazione da stiro	BIELLE	TRA3	109	€ 200,00
53	75	Stazione da stiro	MACPI	4012.00-204.00	74212	€ 500,00
54	259	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7		€ 400,00
55	796	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS		€ 400,00
56	1011	Macchina da cucire	PFAFF	333	532911	€ 1.000,00
57	519	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS		€ 500,00
58	273	Macchina da cucire	JUKI	LK-1901AS5		€ 1.500,00
59	1002	Macchina da cucire	CONTI COMPLETT	785-DD	03966	€ 3.800,00
60	621	Macchina da cucire	CONTI COMPLETT	780-NP	01818	€ 2.000,00
61	554	Stazione da stiro	MACPI	521-02-6152-7200	87721	€ 500,00
62	555	Stazione da stiro	MACPI	232.00-4232-92-62	124856	€ 400,00
63	275	Stazione da stiro	MACPI	247.00-5769	111749	€ 700,00
64	171	Stazione da stiro	MACC. HOFFMAN	8005	PP0002	€ 700,00
65	169	Stazione da stiro	MACC. HOFFMAN	8004	PP0001	€ 700,00

66	1159	Stazione da stiro	MACPI	204-00-0806	74194	€ 200,00
67	141	Stazione da stiro				€ 400,00
68	123	Stazione da stiro				€ 300,00
69	83	Stazione da stiro				€ 300,00
70	1160	Stazione da stiro	MACPI	555.01-7351	130507	€ 300,00
71	285	Stazione da stiro				€ 1.600,00
72	287	Stazione da stiro				€ 800,00
73	1023	Macchina da cucire	JUKI	MB-376 / AMB-189N		€ 1.000,00
75	569	Macchina da cucire	PFAFF	3306	852715	€ 200,00
76	291	Macchina da cucire	JUKI	MB-373		€ 200,00
77	813	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8700-7		€ 400,00
78	1174	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000B-SS	8D0JA00622	€ 800,00
79	521	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS		€ 800,00
80	923	Stazione da stiro	BIELLE	TRA3	108	€ 200,00
81	129	Macchina da cucire	PFAFF	901-1337-001/001	02559130	€ 700,00
82	797	Macchina da cucire	DURKOPP			€ 700,00
83	41	Macchina da cucire	PFAFF	343-712/D1	730305	€ 200,00
84	548	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7		€ 400,00
85	289	Stazione da stiro	MACPI	104.41-1109	113233	€ 700,00
86	741	Macchina da cucire	JUKI	MEB-3200S		€ 3.500,00
87	874	Macchina attacco bottoni	MMMS	MK11 V2	L1-435	€ 1.500,00
88		Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS	DDECL13852	€ 300,00
89	1077	Macchina da cucire	BROTHER	PR650e	E70375-G18115257	€ 3.000,00
301		Macchina da taglio per tessuti	MARIO FONIO			€ 500,00
302		Tavolo da taglio	INVESTRONICA	VA00CU7.080.000.CO/A	970047	€ 1.000,00
303	620	Plotter	ALGOTEX	SMART H	5223/C65/07	€ 1.700,00
304	559	Plotter	INVESTRONICA	P2000	P720300/01BP	€ 300,00
305	247	Macchina da taglio				€ 200,00
306	261	Macchina da cucire	JUKI		DDLXP43561	€ 400,00
307	187	Macchina da cucire	ROCKWELL-RIMOLDI	267.42.1MK.01	775635	€ 400,00
308	544	Adesivatrice	MARTIN GRO UP	CONTINUOUS 20	250130702	€ 1.000,00
309	237	Macchina da cucire	RIMOLDI NECCHI	F64-FS-ICA-AB	1611025	€ 400,00
310	913	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8700-7	4D0BA22527	€ 400,00
311	183	Macchina da cucire	DURKOPP		212-24125	€ 200,00
312	229	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-7	DDLXM44260	€ 200,00
313	1081	Macchina da cucire	JUKI	MO-6704S	8M0F81158	€ 600,00
314	1016	Stazione da stiro				€ 500,00
315	11	Stazione da stiro	MACPI	101.12-3248	74476	€ 100,00
316	85	Stazione da stiro	BIELLE			€ 300,00
317	626	Stazione da stiro	BIELLE	TRA5	561	€ 200,00
318	1024	Macchina da cucire	US BLIND STITCH	99-8L		€ 600,00
319	916	Macchina da cucire	MAIER	240	53020	€ 200,00
320	227	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550N-3	DDLDC39211	€ 200,00
321	917	Macchina da cucire	JUKI	DDL-9000SS	DDLE855760	€ 200,00
322	197	Macchina da cucire	RIMOLDI	SERIE 300	1604807	€ 200,00
324	1019	Macchina da cucire	DURKOPP ADLER	0580 990001 580-112	580614504	€ 3.000,00
325	1118	Macchina da cucire	JUKI	MB-1800B	2M2XA00019	€ 3.500,00
326	1087	Macchina da cucire	JUKI	LK-1900	2L1WB01259	€ 700,00
327	235	Macchina da cucire	BROTHER	CB3-B917-1	M9220404	€ 300,00
328	1094	Macchina da cucire	STROBEL	103	1019082-1	€ 2.500,00
329	257	Macchina da cucire	JUKI	DDL-5550-4	129268	€ 400,00
330	201	Macchina da cucire	BROTHER	LK3-B433EX-1	B8556181	€ 1.000,00
331	517	Macchina da cucire	JUKI	DDL-8700-7	4D0BA22423	€ 200,00
332	1095	Macchina da cucire	JUKI	UH-895	8L3ZG21017	€ 400,00
333	1026	Macchina da cucire	PEGASUS	M722-02	TK034	€ 400,00
334	1082	Macchina da cucire	JUKI	MO-6704S		€ 600,00
336	179	Macchina occhiellatrice				€ 200,00
337		Generatori di vapore (nr.2)	THERMINDUS	GV/INSIEME	8550, 8669	€ 2.000,00
338	221	Aspiratore	HOFFMAN			€ 700,00
339		Addolcitore	ACQUA SISTEM	AS80SFE		€ 1.000,00
340		Impianto antincendio				€ 1.000,00
341	516-303	Impianto di produzione aria compressa	CECCATO			€ 1.500,00
342		Arredi e attrezzature	(dettaglio allegato)			€ 13.000,00
343		Arredi showroom	(dettaglio allegato)			€ 5.000,00
						103.400,00

Il valore delle attrezzature industriali e commerciali è pari ad **€ 103.400³**.

³ Oltre € 1.000 di arredi dello *showroom* attribuiti al ramo "Commerciale"

Il ramo di azienda comprende il contratto di *leasing* n. IF 983223, concedente Locat S.p.A., utilizzatore [REDACTED], avente ad oggetto il fabbricato ad uso laboratorio tessile e punto vendita, sito in [REDACTED] meglio descritto nella relazione di stima dell'arch. Alessandro Stocchi in data 24.03.2026.

Per la stima del valore residuo del contratto, lo scrivente ha sottratto al valore di perizia dell'immobile il debito residuo in linea capitale del *leasing* al 25.04.2026, comprensivo del valore di riscatto, sulla base del piano di ammortamento del prestito fornito dalla società concedente, come di seguito rappresentato:

Valore di stima dell'immobile	1.078.650
Debito residuo <i>leasing</i> al 25.04.2026	469.544
W Contratto	609.106

Il valore del contratto di *leasing* è pari ad **€ 609.106**.

9.3 Marchi

La Società risulta intestataria dei seguenti marchi registrati⁴:

- marchio n. 302006901422400, rinnovato al n. 362016000045491, scaduto il 16.03.2026 e rinnovato al n. 362026000047893;
- marchio n. 302013902202854, rinnovato al n. 362023000162123;
- marchio n. 302015000030048, rinnovato al n. 362025000095632;
- marchio Vietnam n. 4-0334277-000.

Per la stima di tali intangibili lo scrivente ha utilizzato il metodo del c.d. "saggio di *royalty*", in base al quale l'entità stimata del marchio è data dal valore attuale di una rendita pari al saggio di *royalty* applicato ai ricavi, al netto delle imposte, come da relazione seguente.

$$\sum_{i=1}^{i=n} F_i v^i + TV v^n$$

dove:

W = Valore del marchio

F_i = flussi di *royalty* attesi al netto delle imposte

⁴ Da verifiche condotte dalla curatela sul sito *TMView* e UIBM risulta un altro marchio "R" (stilizzato diversamente dagli altri), attualmente utilizzato da [REDACTED] sul proprio sito, intestato non a [REDACTED], ma a [REDACTED] (padre e figli) registrato a febbraio 2025. Sul legittimo utilizzo di tale marchio sono in corso accertamenti da parte degli organi della liquidazione giudiziale

v = Fattore di attualizzazione

TV = Valore residuo all'epoca (n)

Il saggio di *royalty*, sulla base della c.d. 25% *Rule*⁵, è stato determinato secondo la seguente relazione:

$$\text{Saggio di } \textit{royalty} = (\text{Risultato operativo} / \text{Ricavi}) \times 0,25$$

Sulla base del *business plan* proposto dalla società conduttrice del ramo *de quo*, i risultati economici del periodo 2024 – 2026 sono i seguenti:

Bilanci Sintetici Fabbrica

BILANCIO ECONOMICO						
	2024		2025		2026	
VALORE PRODOTTO	4.266.585	100,0%	3.798.380	100,0%	4.521.960	100,0%
CONSUMI	1.941.767	45,5%	1.618.487	42,6%	1.927.660	42,6%
LAVORAZIONI ESTERNE	-	-	-	-	-	-
IMBALLAGGI	4.697	0,1%	43.682	1,2%	64.084	1,4%
TRASPORTI ACQUISTI	13.852	0,3%	27.617	0,7%	40.515	0,9%
DIRITTI DOGANALI	-	-	4.474	0,1%	6.563	0,1%
TRASPORTI VENDITE	-	-	-	-	-	-
PROVVIGIONI	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
TOTALI VARIABILI	1.960.316	45,9%	1.694.260	44,6%	2.038.822	45,1%
MARGINE I	2.306.269	54,06%	2.104.121	55,40%	2.483.138	54,91%
SALARI OPERAI	2.012.747	47,2%	2.050.640	54,0%	2.061.908	45,6%
COSTI INDUSTRIALI	213.566	5,0%	334.599	8,8%	340.018	7,5%
AMMORTAMENTI IND.	16.211	0,4%	25.396	0,7%	25.396	0,6%
TOTALI COSTI INDUSTRIALI	2.242.524	52,6%	2.410.634	63,5%	2.427.321	53,7%
MARGINE II	63.745	-	306.514	-8,07%	65.816	1,23%
STIPENDI IMPIEGATI AMMINISTR.	84.683	2,0%	95.436	2,5%	90.788	2,0%
COSTI AMMINISTRATIVI	40.510	0,9%	46.323	1,2%	50.133	1,1%
STIPENDI COMMERCIALE	-	-	-	-	-	-
COSTI COMMERCIALI	198	0,0%	-	-	-	-
COSTI FISSI AMM. E COMM.	125.391	2,9%	141.759	3,7%	140.921	3,1%
RISULTATO OPERATIVO	- 61.647	-1,44%	448.273	-11,80%	85.105	-1,88%
COSTI FINANZIARI	-	-	-	-	-	-
RISULTATO GESTIONALE I	- 61.647	-1,44%	448.273	-11,80%	85.105	-1,88%
RICAVI E COSTI STRAORDINARI	-	-	-	-	-	-
PERDITE SU CREDITI	-	-	-	-	-	-
RISULTATO LORDO	- 61.647	-1,44%	448.273	-11,80%	85.105	-1,88%
IRES	-	-	-	-	-	-
IRAP	10.809	0,3%	10.809	0,3%	10.809	0,2%
UTILE NETTO	- 72.456	-1,70%	459.082	-12,09%	95.914	-2,12%

⁵ Dalla necessità pratica di rispettare il principio della sostenibilità economica del saggio di *royalty* discende il criterio empirico noto come 25% *Rule*, applicato frequentemente nella prassi internazionale. Esso prevede che il licenziatario non sia disposto a corrispondere un saggio di *royalty* superiore al 25% del rendimento operativo lordo dell'impresa, calcolato come rapporto fra risultato operativo e ricavi (cfr. R. Parr, *Licensing intellectual property*, Wiley; G.J. Battersby e C.W. Grimes, *Licensing royalty rates*, Aspen Publishers)

Lo scrivente ha proceduto ad effettuare le seguenti rettifiche al fine di determinare l'Utile Netto *Adj.* e l'Ebit di ramo:

- è stata considerata la sola quota interessi del canone di *leasing* dell'immobile mentre la quota capitale è stata sostituita con la quota di ammortamento, pari al 3% del costo di acquisto del bene⁶, calcolato al 90% per tener conto del valore terreno, non soggetto ad ammortamento;
- è stato espunto il canone di affitto dell'azienda;
- sono state ricalcolate le imposte nella misura del 28,82% (24% Ires e 4,82% Irap Toscana).

L'Utile netto *Adj.* e l'Ebit di ramo, per l'effetto, risultano i seguenti:

	2024	2025	2026
Utile Netto	-72.455	-459.082	-95.914
Imposte	10.809	10.809	10.809
<i>Leasing</i> Immobile	93.600	93.600	93.600
Ammortamento immobile (3% x 90% costo acquisto)	-30.299	-30.299	-30.299
On. Finanziari <i>leasing</i>	-32.849	-29.407	-25.764
Affitto Azienda	105.360	105.360	105.360
Utile Lordo Adj.	74.166	-309.019	57.792
Imposte (Ires+Irap)	-21.375	89.059	-16.656
Utile netto adj.	52.792	-219.959	41.137
Oneri finanziari	32.849	29.407	25.764
Imposte	21.375	-89.059	16.656
EBIT	107.015	-279.612	83.557

Il ramo "Commerciale", sulla base dei dati forniti dall'attuale conduttore, presenta i seguenti dati economici.

	2023	2024	2025
Ricavi	220.687	270.518	279.090
Costo acquisto merce	100.318	116.421	133.622
Margine Lordo	120.369	154.097	145.468
Commissioni pos	0	0	3.259
Energia elettrica	2.861	7.861	7.794
Pulizie	1.495	2.215	2.080
Affitto	16.000	24.000	24.201
Salari e stipendi	37.495	51.174	56.785
Lavorazioni e riparazioni	1.667	0	0
Spese varie	1.547	1.515	1.656
Risultato Operativo	59.304	67.332	49.693
Riparto costi comm.li	26.283	41.495	37.353
Riparto costi amm.vi	6.622	10.512	9.354
Risultato Lordo	26.399	15.325	2.986

⁶ Pari a € 1.122.168

Il saggio di *royalty* sulla base dei dati *expected* 2026 del ramo “Produzione” e 2025 del ramo “Commerciale” risulta quindi pari a:

$$[(83.557 + 2.986) / (4.521.960 + 279.090)] \times 0,25 = 0,45\%$$

Applicando la formula sopra riportata, ed ipotizzando:

- un saggio di crescita dei ricavi “g” pari al 2%, corrispondente al tasso medio d’inflazione attesa UE;
- un tasso di attualizzazione pari al WACC di settore del 7,75%⁷ (fonte: *Damodaran*, vedi Appendice);

- un TV pari al rapporto fra il flusso dell’ultimo anno e il WACC;

il valore dei marchi è pari a:

Royalty Rate	0,45%
Ricavi	4.801.050
Royalty	21.636
Imposte (28,82%)	6.235
g	2%
WACC	7,75%

	1	2	3	4	5	TV
Royalty nette	15.400	15.708	16.022	16.343	16.670	215.093
Royalty nette ragguagliate ⁸	10.267	15.708	16.022	16.343	16.670	
Coeff. Att.ne	0,9515	0,8830	0,8195	0,7606	0,7059	
Royalty nette e TV attualizzati al 30.04.2026	9.768	13.871	13.131	12.430	11.767	151.826
W marchi	212.792					

Il valore dei marchi è pari a **€ 212.792**.

9.4 Partecipazione nella [REDACTED]

[REDACTED] risulta titolare di una partecipazione pari al 100% del capitale sociale nella [REDACTED], con sede in [REDACTED]

[REDACTED] Numero REA AR – [REDACTED] amministratore Unico il Sig. [REDACTED]

La Società gestiva un punto vendita sito in [REDACTED] e [REDACTED]

[REDACTED], attualmente non più operativo.

Le quote di partecipazione risultano gravate da pegno a favore dei seguenti soggetti:

⁷ Tasso equivalente quadrimestrale 2,52%

⁸ € 15.400 x 2/3

- Banca Centro – Credito Cooperativo Toscana Umbria, Soc. Coop., in ragione di 1/5;
- Banca di Credito Cooperativo di Montepulciano, Soc. Coop., in ragione di 1/5;
- Banca di Anghiari e Stia – Credito Cooperativo, Soc. Coop., in ragione di 1/5;
- Banca di Credito Cooperativo di Pontassieve, Soc. Coop., in ragione di 1/5;
- Chianti Banca – Credito Cooperativo, Soc. Coop., in ragione di 1/5.

L'impresa risulta inattiva, l'ultimo bilancio depositato è relativo all'esercizio 2023, in cui figurano ricavi pari a zero e patrimonio netto negativo per € 104.157; anche nel 2022 il patrimonio netto è negativo per € 59.538.

Si assume pertanto per tale componente del ramo un valore pari a zero.

9.5 Valore ramo "Produzione"

Il valore complessivo del ramo "Produzione" è pari a **€ 925.298**, come di seguito specificato:

Beni	103.400
Contratto <i>leasing</i>	609.106
Marchi	212.792
Partecipazioni	0
W Ramo	925.298

9.6 Verifica con il metodo dei multipli

Partendo dal seguente prospetto di calcolo dell'Utile netto *Adj.*:

	2024	2025	2026
Utile Netto	-72.455	-459.082	-95.914
Imposte	10.809	10.809	10.809
<i>Leasing</i> Immobile	93.600	93.600	93.600
Ammortamento immobile (3% x 90% costo acquisto)	-30.299	-30.299	-30.299
On. Finanziari <i>leasing</i>	-32.849	-29.407	-25.764
Affitto Azienda	105.360	105.360	105.360
Utile Lordo Adj.	74.166	-309.019	57.792
Imposte (Ires+Irap)	-21.375	89.059	-16.656
Utile netto Adj.	52.792	-219.959	41.137

applicando all'Utile netto *Adj.* 2026 il multiplo *Forward P/E* desunto dal settore di appartenenza della Società (fonte: *Damodaran*, vedi Appendice), il valore del ramo è di **€ 955.194**, come di seguito rappresentato.

Utile netto <i>Adj.</i> 2026	41.137
<i>Forward P/E</i> (<i>Damodaran</i>)	23,22
W	955.194

Il valore ottenuto con il metodo di controllo sostanzialmente conferma il risultato del metodo principale (€ 925.298), rilevandosi uno scostamento di € 29.896, pari al 3% circa.

10. Valutazione del ramo di azienda "Commerciale"

Si rappresentano, di seguito, i risultati dei metodi di valutazione utilizzati (reddituale come metodo principale e dei multipli come metodo di controllo)

10.1 Metodo reddituale

Sulla base del *business plan* proposto dalla società conduttrice del ramo *de quo*, i risultati economici del periodo 2023 – 2025 sono i seguenti:

	2023	%	2024	%	2025	%
Ricavi	220.687	100,0%	270.518	100,0%	279.090	100,0%
Costo acquisto merce	100.318	45,5%	116.421	43,0%	133.622	47,9%
Margine Lordo	120.369	54,5%	154.097	57,0%	145.468	52,1%
Commissioni pos	0	0,0%	0	0,0%	3.259	1,2%
Energia elettrica	2.861	1,3%	7.861	2,9%	7.794	2,8%
Pulizie	1.495	0,7%	2.215	0,8%	2.080	0,7%
Affitto	16.000	7,3%	24.000	8,9%	24.201	8,7%
Salari e stipendi	37.495	17,0%	51.174	18,9%	56.785	20,3%
Lavorazioni e riparazioni	1.667	0,8%	0	0,0%	0	0,0%
Spese varie	1.547	0,7%	1.515	0,6%	1.656	0,6%
Risultato Operativo	59.304	26,9%	67.332	24,9%	49.693	17,8%
Riparto costi comm.li	26.283	11,9%	41.495	15,3%	37.353	13,4%
Riparto costi amm.vi	6.622	3,0%	10.512	3,9%	9.354	3,4%
Risultato Lordo	26.399	12,0%	15.325	5,7%	2.986	1,1%

Agli utili lordi 2023-2025 sono stati applicati opportuni coefficienti di ponderazione, come di seguito rappresentato.

	2023	2024	2025
Risultato Lordo	26.399	15.325	2.986
Ponderazione	5%	10%	85%

Per l'effetto, il valore del ramo secondo il metodo reddituale è pari a **€ 46.062**, come di seguito rappresentato.

RL. medio ponderato 2023-2025	5.391
Imposte (28,82%)	1.554
RN	3.837
1/Ke (Damodaran)	12,00

W	46.062
---	--------

Per la valutazione è stato utilizzato il tasso Ke di settore, pari all'8,33% (fonte: *Damodaran*, vedi Appendice).

L'importo di cui sopra è allocabile come segue:

- quanto ad € 1.000, in base alla stima di PBG S.r.l., agli arredi dello *showroom*;
- quanto ad € 45.062 ad avviamento.

I beni che compongono lo *showroom* sono i seguenti.

REGGIO EMILIA	
Banco cassa	1
Tavolo contenitore cravatte vetro/metallo	1
Mobile in legno 2 Cassetti + 7 vani ripiani camicie 17 ripiani	1
Struttura espositiva porta abiti	1
Mobile in legno porta abiti + 5 ripiani in vetro	1
Mobile in legno porta abiti, piano inferiore bastone per pantaloni	1

10.3 Verifica con il metodo dei multipli

Applicando all'Utile netto 2025 il multiplo desunto dal settore di appartenenza della Società (fonte: *Damodaran*, vedi Appendice), il valore del ramo è di € **49.353**, come di seguito rappresentato.

Utile netto 2025 ⁹	2,125
Forward P/E (<i>Damodaran</i>)	23,22
W	49.353

Il valore ottenuto con il metodo di controllo sostanzialmente conferma il risultato del metodo principale (€ 46.062), rilevandosi uno scostamento di € 3.291, pari al 7% circa.

11. Valutazione dell'azienda

Complessivamente il valore dell'azienda è pari a € **971.360**, come di seguito specificato.

Beni	103.400
Contratto <i>leasing</i>	609.106
Marchi	212.792
Partecipazioni	0

⁹ € 2.986 x (1-28,82%)

W ramo Produzione	925.298
Ramo Commerciale	46.062
W azienda	971.360

Il valore attribuito al ramo "Commerciale" è allocabile come segue:

- quanto ad € 1.000, in base alla stima di PBG S.r.l., agli arredi dello *showroom*;
- quanto ad € 45.062 ad avviamento.

La verifica condotta con il metodo di controllo sostanzialmente conferma i risultati ottenuti con il metodo principale, come di seguito rappresentato.

	Met. Princip.	Controllo	Var %
Ramo Produzione	925.298	955.194	3,23%
Ramo Commerciale	46.062	49.353	7,14%
Totale	971.360	1.004.547	3,42%

12. Conclusioni

La sintesi dei valori (W) dei singoli rami valutati disgiuntamente e dell'azienda nel suo complesso è la seguente.

Beni	103.400
Contratto <i>leasing</i>	609.106
Marchi	212.792
Partecipazioni	0
W Ramo Produzione	925.298

Arrotondato a **€ 925.000**.

Beni	1.000
Avviamento	45.062
W Ramo Commerciale	46.062

Arrotondato a **€ 46.000**.

W complessivo	971.360
----------------------	----------------

Arrotondato a **€ 971.000**.

La verifica condotta con il metodo di controllo sostanzialmente conferma i risultati ottenuti con il metodo principale, come di seguito rappresentato.

	Met. Princip.	Controllo	Var %
Ramo Produzione	925.298	955.194	3,23%
Ramo Commerciale	46.062	49.353	7,14%
Totale	971.360	1.004.546	3,42%

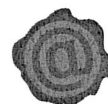
^^^

Lo scrivente ritenendo di aver compiutamente adempiuto al mandato ricevuto, rilascia la presente relazione, composta da nn. 27 pagine siglate e numerate, comprensive dell'Appendice, per gli usi consentiti dalla legge.

In fede

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

DI
LAZZARO
FABRIZIO
29.05.2026
09:49:55
GMT+02:00



Appendice

Industry Name	Number of Firms	Cost of Equity	Cost of Capital	Forward PE
Apparel	109	8,33%	7,75%	23,22

Fonte: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

