



STUDIO NALDI SCIALDONE
ASSOCIAZIONE DOTTORI COMMERCIALISTI

ASTE
GIUDIZIARIE®

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT [REDACTED] S.N.C."

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

TRIBUNALE DI FIRENZE

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 155/2024

Giudice Delegato: Dott.ssa Rosa Selvarolo

Curatore: Dott.ssa Annalisa Naldi

RELAZIONE DI STIMA DELL'AZIENDA

MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C.

con sede in

MONTELUPO FIORENTINO (FI)

ASTE
GIUDIZIARIE® Via Urbania 2

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®



STUDIO NALDI SCIALDONE
ASSOCIAZIONE DOTTORI COMMERCIALISTI

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

ASTE
GIUDIZIARIE®

INDICE

ASTE
GIUDIZIARIE®

1. PREMESSE.....	3
2. CONDIZIONI E PRECISAZIONI.....	3
3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI.....	4
4. INFORMAZIONI GENERALI SULLA SOCIETÀ E L'AZIENDA.....	5
5. SINTESI DEI PRINCIPALI DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI DEGLI ULTIMI ESERCIZI (2021-2024)	6
6. FINALITÀ ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	8
7. POSSIBILI CRITERI DI VALUTAZIONE	10
8. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	16
9. CONCLUSIONI.....	24

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT [REDACTED] S.N.C."

1. PREMESSE

Con sentenza n. 155 del 22 ottobre 2024, il Tribunale di Firenze ha dichiarato l'apertura della Liquidazione Giudiziale nei confronti di "Morale Sport di [REDACTED] S.n.c." (di seguito, la "*Società*" o la "*Azienda*"), con sede in Montelupo Fiorentino (FI), Via Urbania n. 2, Codice Fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Firenze [REDACTED].

La sottoscritta Dott.ssa Naldi Annalisa, con studio in Firenze, Viale Giuseppe Mazzini n. 40, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al n. 470/A, con provvedimento del Giudice Delegato (*breviter*: "G.D.") del 16 marzo 2025, ha ricevuto l'incarico di determinare il valore dell'Azienda "Morale Sport di [REDACTED] S.n.c.", ai fini di cui agli artt. 214 e 216, D. Lgs. n. 14/2019 (Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, di seguito, "CCII").

***** * *****

2. CONDIZIONI E PRECISAZIONI

La sottoscritta dichiara di non trovarsi in una situazione di incompatibilità e/o di conflitto di interessi con la Società in Liquidazione Giudiziale.

La presente Relazione si basa sulla documentazione fornita dalla Società e si fonda sul presupposto che i dati e le informazioni siano corretti e veritieri e che non siano intervenuti fatti, anche straordinari, tali da alterare le conclusioni raggiunte.

La stima è volta alla vendita dell'intero complesso aziendale, al fine di realizzare una maggiore soddisfazione per i creditori rispetto alla liquidazione dei singoli beni, così come sancito dall'art. 214, CCII.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Si precisa che le componenti reddituali e patrimoniali sono basate sui bilanci forniti dalla Società e sono riferite agli anni 2021 (duemilaventuno) e 2022 (duemilaventidue). Inoltre, il valore dei beni oggetto di contratto estimatorio ed il valore dei beni oggetto di affitto di azienda, utilizzati per lo svolgimento dell'attività, sono quelli che emergono dal verbale dell'inventario della Liquidazione Giudiziale, redatto dalla sottoscritta in data 14 novembre 2024 (di seguito, il "inventario fallimentare").

***** * *****

3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI

Ai fini della redazione della presente "perizia di stima", sono stati esaminati i seguenti documenti:

- Visura storica della Società;
- Sentenza di apertura della Liquidazione Giudiziale n. 155 del 22 ottobre 2024;
- Contratto d'affitto d'azienda;
- Contratto estimatorio;
- Contratto preliminare di compravendita;
- Bilancio chiuso al 31/12/2021;
- Bilancio chiuso al 31/12/2022;
- Situazione contabile al 31/12/2023;
- Situazione contabile al 30/09/2024;
- Verbale dell'inventario della Liquidazione Giudiziale redato in data 14 novembre 2024;
- PEC di risoluzione dei contratti di agenzia.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

***** * *****

4. INFORMAZIONI GENERALI SULLA SOCIETÀ E L'AZIENDA

La Società, costituita in data 2 Marzo 2006, con la denominazione di "Morale Sport di [REDACTED] [REDACTED] S.n.c.", con atto ai rogiti Notaio Rosanna Montano di Firenze (rep. n. 44364, racc. n. 8790), risulta aver avuto per oggetto, come da Statuto, l'attività di "commercio all'ingrosso, al dettaglio, su catalogo, per corrispondenza anche a mezzo sistemi informatici di: articoli, attrezzi, abbigliamento sportivo e per il tempo libero, e relativi accessori; articoli in pelle e relativi accessori; prodotti editoriali, non quotidiani; elettrodomestici, prodotti elettrici e relativi accessori". La Società ha svolto prevalentemente l'attività di commercio di articoli sportivi e attrezzatura sportiva, nelle varie forme, assumendo nel tempo anche mandati di agenzia e di rappresentanza di aziende produttrici di beni nel settore delle attrezzature e dell'abbigliamento sportivo, con e senza deposito. Al fine di conservare al meglio l'organizzazione di beni e personale, nonché il valore dell'avviamento commerciale, i Signori [REDACTED], soci della Società, hanno valutato, quale strumento più idoneo al raggiungimento di tale obiettivo, l'affitto dell'azienda ad un terzo soggetto, nell'ottica di una futura cessione della stessa. Pertanto, in data 20 giugno 2024 la Società ha affittato alla società [REDACTED]."¹ (breviter: [REDACTED]) l'Azienda, costituita dal complesso dei beni mobili, attrezzature ed automezzi, organizzati e strumentali all'esercizio dell'attività di commercio all'ingrosso ed al dettaglio di articoli sportivi, nonché di agenzia e di rappresentanza di commercio, esercitata in Montelupo Fiorentino (FI), presso locali condotti in affitto, siti in Via Urbana n. 2.

In pari data, con la medesima [REDACTED], è stato altresì sottoscritto un contratto estimatorio per i prodotti esistenti nel magazzino della Società.

¹ Con sede in [REDACTED] codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Firenze [REDACTED], R.E.A. numero [REDACTED].



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Inoltre, nel contratto d'affitto d'azienda la Società affittuaria ha proposto, irrevocabilmente, di acquistare l'Azienda oggetto del contratto d'affitto.

***** * *****

**5. SINTESI DEI PRINCIPALI DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI DEGLI ULTIMI
ESERCIZI (2021-2024)**

STATO PATRIMONIALE				
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
ATTIVO				
B) IMMOBILIZZAZIONI				
I Immobilizzazioni immateriali	14.413,70	17.466,44	12.755,31	12.755,31
II Immobilizzazioni materiali	16.222,40	39.190,36	26.329,64	7.457,93
III Immobilizzazioni finanziarie	22.891,63	19.645,51	19.680,62	19.680,62
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	53.527,73	76.302,31	58.765,57	39.893,86
(B)				
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
I Rimanenze	335.000,00	379.580,00	89.621,37	-
II Crediti	482.743,41	361.082,89	434.287,21	359.072,12
III Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-	8.363,11	9.815,41	1.793,76
IV Disponibilità liquide	(47.566,66)	(7.005,58)	(53.082,03)	(80.376,70)
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	770.176,75	742.020,42	480.641,96	280.489,18
D) RATEI E RISCONTI				
TOTALE ATTIVO (A+B+C+D)	826.802,25	823.007,54	542.505,30	323.480,81
PASSIVO				
A) PATRIMONIO NETTO				
I Capitale sociale	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00
IV Riserva legale	-	-	-	-
VIII Utili (perdite) portati a nuovo	55.270,46	-	(48)	(388.439,30)

6



STUDIO NALDI SCIALDONE
ASSOCIAZIONE DOTTORI COMMERCIALISTI

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

IX Utili (perdite) dell'esercizio	28.971,83	29.207,58	(388.439,30)	(181.968,36)
TOTALE PATRIMONIO NETTO	89.242,29	34.207,58	(383.487,30)	(565.407,66)
(A)				
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	-	-	-	-
C) TRATTAMENTO DI FINE	6.674,54	10.416,46	12.270,09	-
RAPPORTO				
D) DEBITI	730.706,89	778.383,50	913.741,84	888.907,80
E) RATEI E RISCONTI	178,53	-	(19,33)	(19,33)
TOTALE PASSIVO (A+B+C+D+E)	826.802,25	823.007,54	542.505,30	323.480,81

CONTO ECONOMICO

A) VALORE DELLA PRODUZIONE				
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.431.829,72	1.236.088,03	1.076.860,26	312.837,75
5) Altri ricavi e proventi	47.816,33	17.228,15	395,01	38.583,71
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE (A)	1.479.646,05	1.253.316,18	1.077.255,27	351.421,46
B) COSTI DELLA PRODUZIONE				
6) Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	839.567,30	684.105,08	623.395,96	106.140,63
7) Costi per servizi	520.124,92	491.299,16	458.073,83	141.093,18
8) Costi per godimento di beni di terzi	29.763,26	30.213,44	32.566,77	12.902,21
9) Costi per il personale	32.521,49	33.865,72	32.832,77	17.277,80
10) Ammortamenti e svalutazioni	-	5.744,37	19.032,52	
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(5.000,00)	(44.580,00)	289.958,63	89.621,37
14) Oneri diversi della gestione	5.671,09	8.777,73	2.006,06	158.267,20
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE (B)	1.422.648,06	1.209.425,50	1.457.866,54	525.302,39
DIFFERENZA TRA VALORI E COSTI DELLA PRODUZIONE (A - B)	56.997,99	43.890,68	(380.611,27)	(173.880,93)

ASTE
GIUDIZIARIE®



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI				
15) Proventi da partecipazioni:				
16) Altri proventi finanziari				
d) proventi diversi dai precedenti	0,23	-	-	-
Totale 16)	0,23	-	-	-
17) Interessi e altri oneri finanziari	27.819,39	13.368,10	7.828,03	8.087,43
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI (C= 15+16 -17 +/- 17 bis)	(27.819,16)	(13.368,10)	(7.828,03)	(8.087,43)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A - B + - C + - D + - E)	29.178,83	30.522,58	(383.439,30)	(181.968,36)
22) Imposte sul reddito d'esercizio	207,00	1.315,00	-	-
23) UTILE (PERDITE) DELL'ESERCIZIO	28.971,83	29.207,58	(383.439,30)	(181.968,36)

***** * *****

6. FINALITÀ ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Lo scopo della presente Relazione risiede nella determinazione del valore dell'Azienda "Morale Sport di [REDACTED] S.n.c.", ai fini dell'eventuale cessione in blocco mediante vendita competitiva, secondo le disposizioni del relativo "programma di liquidazione".

La presente valutazione è stata richiesta dalla Curatela sul presupposto che sia opportuno analizzare il possibile interesse alla cessione dell'Azienda, piuttosto che alla cessione atomistica dei singoli beni, di cui ne fanno parte.

Si precisa, preliminarmente, che, al momento dell'apertura della Liquidazione Giudiziale disposta dal Tribunale di Firenze, l'Azienda:



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

- 1) aveva stipulato con la società [REDACTED] un "contratto estimatorio" ex art. 1556 e ss. del Codice civile – sottoscritto dalle parti in data 10 giugno 2024, con durata di 1 (uno) anno –, avente ad oggetto le merci indicate nella documentazione allegata sotto la lettera "A" del contratto stesso;
- 2) era – così come alla data della presente Relazione – concessa in affitto alla medesima società, in forza di contratto di affitto di azienda, sottoscritto dalle parti in data 20 giugno 2024 (registrato a Pistoia il 24 giugno 2024 al n. 3932, serie 1T ed iscritto al Registro delle Imprese di Firenze il 3 luglio 2024 – prot. 58940), con durata di 1 (uno) anno.

Alla luce di quanto sopra, in ordine al contratto di cui al punto *sub* 1), la scrivente ha ritenuto necessario procedere alla quantificazione del valore complessivo aziendale mediante perizia estimativa ai sensi dell'art. 195, C.C.I.I., richiedendo, tuttavia, che l'incarico di stimatore fosse conferito alla sottoscritta, in luogo di un professionista terzo, nell'ottica di contenere i costi procedurali e favorire un maggior soddisfacimento della massa creditoria; istanza che è stata accolta dal G.D. con provvedimento del 16 marzo 2025.

Si precisa, infine, che la cessione dell'Azienda avverrà unitamente ai beni materiali elencati nell'inventario fallimentare, le cui risultanze sono utilizzate dalla scrivente ai fini della valorizzazione del compendio aziendale.

Ciò premesso, ogni processo valutativo, come noto, è frutto di una stima, la quale si identifica in un processo, che implica scelte soggettive di metodo e strumenti di misurazione da parte del perito stimatore: una constatazione particolarmente veritiera nell'ipotesi di valutazione di un'azienda in stato di crisi – ovvero, *a fortiori*, di acclarata insolvenza –, quale l'Azienda in esame.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Difatti, le inefficienze, gli errori e, in particolare, le circostanze avverse affrontate dall'azienda nel corso della propria esistenza condizionano, inevitabilmente, anche i dati economico-patrimoniali dei precedenti esercizi, i quali, tuttavia, rappresentano i principali pilastri, a partire dai quali si addivene alla stima del valore complessivo del compendio aziendale.

Pertanto, nella valutazione di un'azienda destinata alla cessione nell'ambito di una procedura concorsuale, risulta fondamentale che il professionista riesca a mantenere un equilibrio tra (i) evitare, da una parte, di attribuire un valore, che potrebbe risultare non corrispondente alla realtà patrimoniale dell'azienda e, (ii) dall'altra, tenere in debita considerazione una potenziale ripresa dell'attività, nonché eventuali potenzialità inespresse.

***** * *****

7. POSSIBILI CRITERI DI VALUTAZIONE

La dottrina e la prassi professionale sono concordi nel ritenere che la determinazione del "valore economico" di un'azienda in funzionamento possa essere effettuata mediante il ricorso ad una pluralità di criteri metodologici, all'interno dei quali vengono usualmente individuate cinque metodologie valutative:

- 1) il metodo "reddituale";
- 2) il metodo "patrimoniale";
- 3) il metodo "misto" patrimoniale-reddituale;
- 4) il metodo "finanziario";
- 5) il metodo dei "multipli di mercato".



7.1) Metodo "reddituale"

Alla matrice "reddituale" fanno capo quei criteri, individuati da denominazioni differenti, finalizzati a misurare il valore di un'azienda mediante la determinazione del suo "Capitale Economico". Esso viene inteso come il risultato di un processo di capitalizzazione nel tempo, ad un tasso opportunamente scelto, di un'attesa corrente di redditi futuri e si basa sul convincimento che il valore di un'azienda sia pari alla somma dei risultati attualizzati, che essa è in grado di produrre, tenuto conto della classe di rischio e del settore di appartenenza.

Il risultato è, quindi, una particolare configurazione di "reddito medio atteso normalizzato", intesa come espressione di durevole redditività aziendale secondo ipotesi sviluppabili dei futuri andamenti della gestione.

In sostanza, mediante tale metodo si determina il valore dell'azienda capitalizzando il "reddito medio atteso normalizzato" (R) ad un idoneo tasso di attualizzazione (i).

Il valore dell'azienda non viene determinato direttamente, ma indirettamente sulla base dei flussi prospettici di reddito giudicati soddisfacenti. Nell'ipotesi in cui l'azienda continui l'attività per un tempo infinito, il valore della stessa si determina ricorrendo alla formula della rendita perpetua, così formalizzata:

$$W = R/i$$

dove:

- R = reddito medio atteso normalizzato;
- i = tasso di attualizzazione.

Nel caso in cui, invece, la durata della vita residua dell'azienda sia determinabile con precisione, il valore dell'azienda viene così calcolato:

$$W = R a_{n-i} + Z$$

dove:

- $R a_{n-i}$ = valore attuale del reddito medio atteso normalizzato per n anni;
- Z = valore finale di realizzo dell'azienda al tempo n.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

"R" viene individuato in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda considerata. Esso, per essere considerato normale, deve essere depurato da tutte quelle componenti di carattere straordinario, quali le sopravvenienze, le plusvalenze, gli accantonamenti straordinari, ecc., nonché dagli effetti delle politiche di bilancio.

Per quanto concerne, infine, la determinazione del tasso "i", occorre individuare due componenti: (i) un tasso base, pari al rendimento degli investimenti a "rischio zero" ed (ii) una maggiorazione dello stesso per il rischio d'impresa.

7.2) Metodo "patrimoniale"

La metodologia in oggetto è finalizzata a misurare il valore di un'azienda mediante la determinazione del suo "Capitale Netto", determinato sulla base di un bilancio consuntivo redatto alla data di riferimento della stima ed operando le opportune rettifiche - di segno positivo o negativo - alle singole poste (denominato "patrimonio netto contabile rettificato"), al fine di determinarne il loro valore corrente.

Pertanto, il valore dell'azienda viene determinato prescindendo dalla sua capacità di produrre reddito. Vengono individuati, analiticamente, i componenti attivi e passivi, valutandoli a valori correnti. Il patrimonio netto contabile risultante dalla situazione patrimoniale deve essere rettificato per tenere conto del valore corrente di tutte le attività e passività, nonché del valore delle attività immateriali non rilevate nella situazione patrimoniale iniziale.

Il valore dell'azienda "W" viene così determinato:

$$W = K + \Delta P$$

dove:

- K = patrimonio netto contabile risultante dalla situazione patrimoniale di riferimento,



dato dalla differenza tra i valori contabili delle attività e delle passività;

- ΔP = ammontare delle plusvalenze delle attività e passività patrimoniali, al netto delle relative minusvalenze, ottenuto per differenza fra valori correnti e contabili.

7.3) Metodo "misto" patrimoniale-reddituale

Il metodo "misto" accoglie i criteri di valutazione propri di ciascuno dei due metodi sopra descritti, mirando a ricercare un risultato conclusivo, che consideri, contemporaneamente, sia l'aspetto patrimoniale, che quello reddituale, pervenendo ad una autonoma stima dell'avviamento.

In sostanza, si perviene alla determinazione del valore dell'azienda aggiungendo ovvero sottraendo al valore del patrimonio netto rettificato "PN", il valore dell'avviamento - positivo ovvero negativo (c.d., rispettivamente, "goodwill" ovvero "badwill") - determinato con procedimento autonomo.

Esso si basa sulla seguente formula:

$$W = PN + (R - (i \times PN)) / i$$

dove:

- **R** = reddito medio normalizzato atteso;
- **PN** = patrimonio netto contabile;
- **i** = tasso di capitalizzazione congruo, espressivo del rischio specifico d'impresa.

Il dato di partenza per la determinazione del valore dell'azienda è costituito, quindi, dal capitale netto rettificato, a cui deve essere aggiunto il valore del "goodwill", inteso come reddito differenziale medio atteso per n anni, attualizzato.



7.4) Metodo "finanziario"

A fianco di tali metodi, la dottrina, in tempi più recenti, è andata elaborando altri metodi di natura più prettamente finanziaria, tra i quali, quello più noto, è il c.d. "Discounted Cash Flow" (breviter, "DCF"), in base al quale il valore dell'azienda deriva dal valore attualizzato dei flussi di cassa attesi.

Il DCF richiede la stima del c.d. "free cash flow": una configurazione di flussi di cassa al netto degli investimenti capaci di rigenerarli nel tempo, per esprimere una dimensione di risultato proiettabile oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica, in un'ottica di lungo periodo. Nella pratica, il valore del capitale economico risulta pari alla differenza tra il valore delle attività operative ed il valore di mercato del debito finanziario. Il primo viene assunto pari al valore dei cash flow attesi disponibili, scontati ad un opportuno tasso. Il cash flow disponibile, a sua volta, è calcolato aggiungendo al reddito operativo - al netto delle imposte teoriche - i costi che non generano uscite di cassa e sottraendo gli investimenti netti in immobilizzazioni e capitale circolante.

Il valore attuale dei cash flow attesi oltre il periodo esplicito di previsione è denominato "valore residuo", per la cui stima si è soliti scontare all'infinito il cash flow operativo dell'ultimo periodo ad un tasso di attualizzazione pari a quello usato per gli altri flussi ed eventualmente corretto da un coefficiente di crescita (g).

7.5) Metodo dei "multipli di mercato"

Nell'ambito dei metodi alternativi, talora, si annoverano anche metodologie di stima basate sui prezzi di mercato di società, i cui titoli sono oggetto di negoziazione sui mercati regolamentati ovvero di transazioni tra parti indipendenti (c.d. metodi di mercato). I metodi dei "multipli di mercato" rientrano nella cerchia dei cosiddetti metodi definiti "diretti", al



contrario dei precedenti, cosiddetti "indiretti". Con questi metodi, al fine di individuare il valore della società, occorre fare riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale della società oggetto di valutazione o di società similari.

Più in particolare, il metodo *de quo* si basa sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio, quali fatturato, "EBITDA", "EBIT", ecc.. I multipli rappresentano, quindi, il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio. Per esempio, vengono utilizzati il rapporto prezzo/utile medio di settore, il prezzo/patrimonio netto, ecc.

L'obiettivo di tale valutazione è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili, la quale avviene individuando, per un gruppo di imprese comparabili, una relazione tra prezzi e quantità contabili, il cui valore medio si suppone applicabile all'impresa obiettivo.

L'uso dei multipli va inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che:

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

L'uso dei multipli avviene secondo due approcci:

- 1) l'approccio delle "società comparabili": fa riferimento ad un campione di società quotate comparabili e, quindi, ai prezzi segnati dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa-obiettivo;



- 2) l'approccio delle "transazioni comparabili": fa riferimento ai prezzi di negoziazioni tipicamente riguardanti il "controllo" o, comunque, pacchetti rilevanti di società comparabili.

A seconda delle grandezze adottate come riferimento, possono distinguersi multipli "asset side" e multipli "equity side":

- I **multipli asset side** sono il risultato di una frazione, nella quale, al numeratore, compare il valore di mercato dell'attivo netto della società oggetto di valutazione - *Enterprise Value (EV)* (capitalizzazione di Borsa + valutazione dell'indebitamento finanziario) - e, al denominatore, le configurazioni di flussi di risultato operativo prima degli oneri finanziari (ad esempio, "EBIT", "EBITDA", fatturato, ecc.); conseguentemente, il valore di mercato è determinato sottraendo dall'EV l'ammontare della posizione finanziaria netta, considerando, altresì, altri correttivi ritenuti significativi (*surplus assets*);
- I **multipli equity side** sono, invece, basati sui prezzi ed esprimono il risultato di una frazione, nella quale, al numeratore, compare il valore di mercato del patrimonio netto dell'azienda oggetto di valutazione ossia l'*Equity Value (EQV)*, riconducibile alla capitalizzazione di Borsa od al prezzo di Borsa delle azioni; mentre, al denominatore, compaiono le configurazioni di flussi di risultato per gli azionisti, dunque al netto degli oneri finanziari (ad esempio, utile netto, patrimonio netto contabile, dividendi, ecc.).

***** * *****

8. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La scelta del metodo di valutazione, in generale, è legata a numerose variabile, tra cui le caratteristiche della società, la documentazione disponibile ed il suo grado di affidabilità, nonché le finalità ed il contesto in cui essa si colloca.



Come verrà di seguito esposto, il metodo prescelto ed utilizzato per attuare la stima del complesso aziendale è quello c.d. "*metodo misto patrimoniale-reddituale*" (di seguito, il "metodo misto"), con **stima autonoma dell'avviamento**, evidenziato al precedente paragrafo 7.3.

Il metodo misto è stato per lungo tempo considerato il modello di determinazione del valore aziendale più diffuso nella prassi professionale europea, dal momento che compensa i difetti delle due impostazioni da cui deriva - patrimoniale e reddituale -, pur conservandone i relativi pregi.

Nella stima del valore dell'azienda, infatti, esso considera, da un lato, tutti gli *asset*, tangibili ed intangibili, non considerati dal metodo reddituale e, dall'altro, la futura capacità di generare reddito, trascurata dal modello patrimoniale.

Più in particolare, lo stesso viene utilizzato, tra le altre, come mezzo di:

- a) valutazione delle aziende in crisi;
- b) valutazione del c.d. "*badwill*";
- c) verifica delle stime effettuate col metodo patrimoniale; tipicamente adottata per valutare aziende o rami d'aziende conferiti in un'altra società.

La stima, pertanto, è stata condotta applicando il metodo misto patrimoniale-reddituale, nel quale il valore economico dell'impresa è espresso come somma tra il patrimonio netto contabile e l'avviamento determinato in funzione della redditività media prospettica.

La formula adottata per il calcolo dell'avviamento è la seguente:

$$A = (R - (i \times PN)) / i$$

dove:



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

- R = reddito medio normalizzato atteso;
- PN = patrimonio netto contabile;
- i = tasso di capitalizzazione congruo, espressivo del rischio specifico d'impresa.

Verrà, però, tenuto conto che l'impresa oggetto della presente valutazione si trova in liquidazione giudiziale, anche se permane una ipotesi di continuità aziendale parziale, in quanto l'attività produttiva non risulta cessata integralmente, così come identificato nel contratto di affitto di azienda. Tuttavia, la Società ha anche perduto i mandati di rappresentanza, circostanza che riduce in modo significativo la capacità di produrre redditi futuri e, conseguentemente, incide sul valore dell'avviamento.

Passando al profilo applicativo, la scrivente ha ritenuto opportuno concentrare l'analisi esclusivamente sugli esercizi 2021 (duemilaventuno) e 2022 (duemilaventidue), in quanto rappresentativi degli ultimi periodi di regolare svolgimento dell'attività aziendale.

Gli esercizi successivi - vale a dire l'intero esercizio 2023 (duemilaventitrè) e la frazione dell'esercizio 2024 (duemilaventi-quattro) antecedente l'apertura della Liquidazione Giudiziale - risultano, infatti, già fortemente condizionati dalla crisi aziendale e dall'avvenuta decorrenza del contratto di affitto d'azienda, con conseguente perdita di significatività ai fini valutativi.

Analogamente, l'esercizio 2020 (duemilaventi) non è stato preso in considerazione per le anomale circostanze straordinarie connesse alla pandemia da Covid-19, mentre i bilanci antecedenti risultano eccessivamente risalenti nel tempo per fornire utili indicazioni.



Pertanto, gli esercizi 2021 (duemilaventuno) e 2022 (duemilaventidue) sono stato assunti come unico riferimento attendibile per la determinazione del valore dell'Azienda.

Difatti, la scelta del metodo misto ricade nella sua capacità di valorizzare, da una parte, i limitati valori patrimoniali disponibili (*id est*, i beni derivanti dall'inventario fallimentare) e, dall'altra, le potenzialità reddituali storicamente espresse nei precedenti esercizi di normale svolgimento dell'attività.

Tutto quanto sopra promesso, passiamo adesso ad analizzare le singole componenti della formula *de qua*.

8.1 La componente patrimoniale (PN)

Il dato di partenza per la determinazione del valore dell'Azienda è rappresentato dal capitale netto rettificato "PN", in merito al quale la scrivente ritiene verosimile utilizzare la valorizzazione effettuata in sede di inventario fallimentare, pari ad Euro 19.280,00 (diciannovemiladuecentottanta/00), rappresentata dal valore dei beni analiticamente individuati e periziati nell'inventario stesso.

Trattasi, in concreto, dei beni - presenti presso la sede sociale ed oggetto di contratto di affitto d'azienda - relativi a:

- attrezzature;
- mobili;
- macchine d'ufficio;
- autovetture.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Ai fini della presente valutazione, si rende necessario precisare che **non** sono state prese in considerazione le seguenti voci, in quanto non oggetto di trasferimento:

- debiti aziendali;
- disponibilità liquide negative;
- crediti non trasferibili;
- immobilizzazioni immateriali.

Non sono state altresì considerate le rimanenze di magazzino, essendo oggetto di specifico contratto estimatorio.

Pertanto, il valore di Euro 19.280,00 (diciannovemiladuecentottanta/00) rappresenta la **componente "PN"**, di cui alla formula *de qua*.

Ancorché la valorizzazione inventariale sia stata redatta secondo criteri propri della liquidazione fallimentare e, dunque, non riflettenti un'ottica di funzionamento, la scrivente ha ritenuto di non procedere ad alcuna rettifica in aumento dei valori, dal momento che le potenzialità economiche derivanti da una prospettiva di funzionamento risultano già integralmente considerate all'interno della componente reddituale del metodo di valutazione prescelto.

8.2 La componente reddituale

Facendo seguito a quanto previsto dalla metodologia in esame, alla componente patrimoniale deve essere sommato il valore del "goodwill", inteso come "sovrareddito medio" atteso per un numero determinato di anni, attualizzato ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale.



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Quest'ultima grandezza, che figura la capacità dell'azienda di creare valore, è calcolata come differenza tra il reddito medio normale atteso ed il costo del capitale proprio (K_e) sul capitale investito.

Reddito medio atteso normalizzato (R)

In base ai risultati di ciascuno dei due esercizi considerati - 2021 (duemilaventuno) e 2022 (duemilaventidue) -, si riscontra un **utile netto d'esercizio** pari, rispettivamente, ad Euro **28.971,83** (ventottomilanovecentosettantuno/83) ed Euro **29.207,58** (ventinovemiladuecentosette/58); ciò a fronte di un volume di affari superiore ad Euro 1 (uno) milione in entrambi gli esercizi.

Sulla base di ciò, è possibile ricavare la seconda variabile d'interesse, rappresentata dal "reddito medio atteso normalizzato", calcolando la media aritmetica del risultato economico dei due esercizi considerati:

$$(28.971,83 + 29.207,58) / 2 = 29.089,71$$

Pertanto, il valore arrotondato di **€ 29.000,00** (ventinovemila/00) rappresenta la **componente "R"**, di cui alla formula *de qua*.

Tasso di capitalizzazione (i)

In una situazione ordinaria (impresa in funzionamento), si usa spesso un tasso tra 8% e 12%, tasso di capitalizzazione che deriva da prassi valutative consolidate nella dottrina economico-aziendale italiana e da linee guida professionali usate nei metodi reddituali e misti. Tali fonti dottrinali e prassi professionale sono le seguenti:

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."**a) Guatri, Luigi - "La valutazione delle aziende" (Egea, varie edizioni)**

È una delle opere più autorevoli in materia. Guatri e, successivamente, Vicari indicano che, per imprese in condizioni di normalità economica e rischio medio, il tasso di capitalizzazione (o rendimento richiesto) oscilla tra l'8% e il 12%.

Tale tasso riflette una situazione "ordinaria", cioè un'impresa in funzionamento con rischiosità medio-bassa e prospettive stabili.

b) Zappa, Coda, Ferrero e altri autori della scuola economico-aziendale italiana

Confermano che nei metodi reddituali puri o misti si utilizza un tasso di capitalizzazione compreso tra il 7% e il 12%, variabile in funzione di:

- Rischio del settore
- Dimensioni e solidità aziendale
- Stabilità dei flussi reddituali
- Condizioni macroeconomiche e tassi risk-free

c) Consigli Nazionali professionali (CNDCEC - Principi Italiani di Valutazione, PIV)

Nei PIV (2015) viene esplicitato che il tasso di capitalizzazione deve tener conto del costo medio ponderato del capitale (WACC), adeguato per il rischio specifico e che, in Italia, per imprese non quotate, il tasso "tipico" di mercato si colloca intorno al 9-11% per soggetti *in bonis*.

d) Fonti empiriche e società di valutazione (KPMG, PwC, Duff & Phelps)

Le loro tabelle annuali ("Cost of Capital Studies") mostrano come il tasso nominale medio *post-tax* per PMI italiane si attesti su valori analoghi (8-12%), a seconda del settore e del rischio operativo.

In sintesi, si può così riassumere:

- 8-12% → imprese in normale funzionamento ("going concern") e rischio medio.
- >15% → imprese con forte incertezza o rischio settoriale elevato.
- 20-30% → imprese in crisi o in liquidazione, dove la redditività futura è incerta o sporadica.

Essendo la società in liquidazione giudiziale, il rischio è molto maggiore, pertanto, si può ipotizzare un tasso del **25% o superiore**.

8.3 Determinazione del valore economico complessivo (W)

Ottenute così entrambe le componenti – patrimoniale e reddituale – necessarie per il calcolo del valore dell'Azienda mediante il metodo prescelto, è possibile adesso applicare la formula finale, con i seguenti dati di riferimento:

- Patrimonio netto contabile: € 19.280,00;
- Reddito medio atteso: € 29.000,00;
- Tasso di capitalizzazione: 25%, in ragione dell'elevato rischio connesso alla perdita dei mandati ed alla situazione di liquidazione.

$$A = (29.000 - (0,25 \times 19.280)) / 0,25 = (29.000 - 4.820) / 0,25 = 96.720 \text{ €}$$

In considerazione della perdita dei mandati di rappresentanza e della ridotta capacità reddituale futura, si è applicata una riduzione prudenziale dell'avviamento dell'80%, portando il valore a:

$$A_{\text{rettificato}} = 96.720 \times (1 - 0,80) = 19.344 \text{ €}$$



PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

Sommando il patrimonio netto contabile con l'avviamento così rettificato, si ottiene il valore economico complessivo dell'Azienda:

$$W = PN + A_{\text{rettificato}} = 19.280 + 19.344 = 38.624 \text{ €}$$

Pertanto, il valore economico dell'impresa in ipotesi di continuità attenuata è stimato in misura pari ad € 38.000 (trentottomila/00).

Considerazioni conclusive

Il valore così determinato riflette una situazione di equilibrio prudenziale, nella quale l'impresa, pur mantenendo una prospettiva di prosecuzione dell'attività, ha subito un ridimensionamento significativo del proprio potenziale economico a seguito della perdita dei mandati di rappresentanza. L'avviamento è, pertanto, stimato in misura contenuta e residuale, coerente con il livello di rischio e l'incertezza prospettica della gestione.

***** * *****

9. CONCLUSIONI

Il valore economico stimato dell'Azienda "Morale Sport di [REDACTED] S.n.c.", oggetto della presente Relazione, limitatamente ai beni trasferibili ai sensi dell'art. 216, C.C.I.L., è pari ad Euro 38.000,00 (trentottomila/00).

Tale importo rappresenta la base di riferimento per eventuali proposte di cessione dell'Azienda e per la prosecuzione della procedura competitiva già avviata.

***** * *****



STUDIO NALDI SCIALDONE
ASSOCIAZIONE DOTTORI COMMERCIALISTI

ASTE
GIUDIZIARIE®

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA
"MORALE SPORT DI [REDACTED] S.N.C."

ASTE
GIUDIZIARIE®

La sottoscritta, ritenendo di aver assolto l'incarico ricevuto, ringrazia per la fiducia accordata e resta a disposizione degli Organi della procedura concorsuale per eventuali ulteriori informazioni e/o chiarimenti.

Firenze, lì 16 novembre 2025

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

Lo stimatore

(Dott.ssa Annalisa Naldi)

Allegati:

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

- 1) Contratto di affitto di azienda
- 2) Contratto estimatorio
- 3) Bilancio al 31.12.2021
- 4) Bilancio al 31.12.2022
- 5) Situazione contabile al 31.12.2023
- 6) Situazione contabile al 30.09.2024
- 7) Revoca mandato Morale Sport S.n.c
- 8) Verbale inventario

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®