

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

Spett.le

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

TOSI SERVICE S.R.L.

n. 109/2025 – Tribunale di Verona

G. D.: Dott. Pier Paolo LANNI

Curatori Avv. Silvia ADAMI e Dott.ssa Angela

PERETTI

Via Pec lg109.2025verona@pecliquidazionigiudiziali.it

**RELAZIONE DI STIMA – VALUTAZIONE AZIENDA TOSI SERVICE S.R.L. IN
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE E VERIFICA CONGRUITA' CANONE AFFITTO**

Professionista incaricato

dott. Enrico Aldegheri

Via G. Sirtori, 4/d- Verona (VR)

Tel. 0458300001

E-mail: enrico.aldegheri@studioaldegheri.com

PEC: enricoaldegheri@odcecverona.it

Ordine dei Dottori Commercialisti di Verona – n.1093/A

Registro dei Revisori Contabili – n. 120286

Albo Gestori della Crisi – n. 2439

Sommario

Oggetto dell'incarico.....	3
Obiettivi della valutazione.....	3
Periodo di riferimento.....	4
Brevi cenni sulla società e sull'attività sociale.....	4
Documenti ed attività raccolta informazioni ai fini dell'individuazione del perimetro aziendale in cessione	7
Commento ai documenti contabili.....	8
Esito accesso spazio in concessione presso i locali dell'attività	9
Altre informazioni	12
Definizione del perimetro aziendale – limiti e criticità	13
Metodi di valutazione	14
Metodo principale – Metodi di controllo: individuazione.....	21
Configurazione del perimetro aziendale oggetto di valutazione	22
Valutazione tramite metodo Reddituale (configurazione di avviamento).....	22
Metodo dei Multipli di Mercato, o prezzi probabili (metodo di controllo).....	26
Congruità canone di affitto	29
Conclusioni e valorizzazione nominale.....	32
Ulteriore riduzione e determinazione del più probabile Valore di realizzo	34

Oggetto dell'incarico

Il sottoscritto Dott. Enrico Aldegheri, nato a Verona il 27 dicembre 1970, dottore commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Verona, Revisore Legale iscritto al n. 120286 nonché iscritto all'Albo Gestori della Crisi al n. 2439, ha ricevuto incarico di procedere alla valutazione dell'azienda riferita alla società TOSI SERVICE S.R.L., c.f. 03188610236, con sede in San Giovanni Lupatoto (VR) Via Pacinotti 30 e avente Capitale Sociale pari ad €. 15.000.

L'incarico è stato conferito nell'ambito della procedura di Liquidazione Giudiziale n. 109/2025, come da autorizzazione del Giudice Delegato del 13.09.25.

L'azienda è attualmente, e dal 17 marzo 2025, condotta dall'affittuario MAIONE GROUP SRLS, c.f. 01556960621 con sede in Sant'Anastasia (NA) Via Marciano 63 e iscritta al R.I. di Napoli al REA NA-909633, in forza di contratto affitto di Affitto d'Azienda stipulato avanti Notaio Valentina Papoff al Rep. 9341 Racc. 6931 e registrato a Verona in data 18 marzo 2025 al n. 8769 serie 1T.

Obiettivi della valutazione

La richiesta di valutazione formulata allo scrivente risulta mirata a verificare la presenza di un valore "aziendale" realizzabile dalla Procedura nell'ambito della liquidazione dell'attivo appreso alla Procedura.

Lo scrivente, pertanto, effettuate le verifiche documentali possibili, e limitatamente a quella resa disponibile dall'affittuaria e dall'odierna Liquidanda, e assunte le opportune informazioni, ha provveduto a valutare l'azienda attualmente in affitto tenuto conto di quanto segue:

- 1) presenza contratto affitto azienda;
- 2) presenza contratti con Clienti;
- 3) elementi aziendali valorizzabili;
- 4) alienabilità a soggetti terzi dell'azienda come identificata nel suo perimetro attuale.

Periodo di riferimento

Il valore, attuale, è stato determinato sulla base dei dati “storici” resi disponibili, e verificati per quanto possibile in base ai documenti forniti dall’affittuaria: non essendo presenti “Business Plan” per gli esercizi futuri, non sono stati esaminati dati prospettici.

Brevi cenni sulla società e sull’attività sociale

Si riportano di seguito i dati relativi alla società come desumibili da Visura estratta presso Camera di Commercio di Verona – Registro Imprese:

Attualmente la società presenta le seguenti caratteristiche:

Registro Imprese	Codice fiscale e numero di iscrizione: 03188610236 Data di iscrizione: 01/02/2002 Sezioni: Iscritta nella sezione ORDINARIA, Iscrizione titolarità effettiva nella sezione autonoma
Estremi di costituzione	Data atto di costituzione: 07/01/2002
Sistema di amministrazione	consiglio di amministrazione (in carica) più amministratori amministratore unico
Oggetto sociale	3.1 LA SOCIETA' HA PER OGGETTO: - SERVIZI DI SPEDIZIONE NAZIONALI ED INTERNAZIONALI; - L'ATTIVITA' DI AUTOTRASPORTO DI COSE PER CONTO DI TERZI, SIA IN ITALIA CHE ...

L'IMPRESA IN CIFRE

Capitale sociale sottoscritto	15.000,00
Addetti al 30/06/2025	1
Soci e titolari di diritti su azioni e quote	2
Amministratori	2
Soggetti che operano in procedure concorsuali	2
Titolari di cariche	0
Sindaci, organi di controllo	0
Unità locali	0
Pratiche inviate negli ultimi 12 mesi	19
Trasferimenti di quote	0
Trasferimenti di sede	0
Partecipazioni ⁽¹⁾	-
Partecipazioni storiche	-

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

L'attività della società, come riscontrata tramite accesso eseguito e dalle informazioni assunte, risulta così circoscritta:

3.1 LA SOCIETA' HA PER OGGETTO:

- SERVIZI DI SPEDIZIONE NAZIONALI ED INTERNAZIONALI;
 - L'ATTIVITA' DI AUTOTRASPORTO DI COSE PER CONTO DI TERZI, SIA IN ITALIA CHE
- ...

Con iscrizione all'Albo degli SPEDIZIONIERI:

Albi e Ruoli	
Spedizionieri	Provincia: VR Sezione: SPEDIZIONIERI Data: 24/01/2025

Il Capitale sociale risulta essere così suddiviso:

Elenco dei soci e degli altri titolari di diritti su azioni o quote sociali al 23/03/2009 dichiarazione ai sensi art.16 c.12 undecies l.2 del 28/1/2009 pratica con atto del 23/03/2009	Data deposito: 23/03/2009 Data protocollo: 23/03/2009 Numero protocollo: VR-2009-17014 Capitale sociale dichiarato sul modello con cui è stato depositato l'elenco dei soci: 15.000,00 Euro
capitale sociale	

Proprieta' TOSI GAETANO	Quota di nominali: 13.500,00 Euro Di cui versati: 13.500,00 Codice fiscale: TSOGTN65D08L781C Tipo di diritto: proprieta' <i>Domicilio del titolare o rappresentante comune</i> SAN GIOVANNI LUPATOTO (VR) VIA PACINOTTI 32 CAP 37057
Proprieta' SIMONATO LICIA	Quota di nominali: 1.500,00 Euro Di cui versati: 1.500,00 Codice fiscale: SMNLCI68H41L781S Tipo di diritto: proprieta' <i>Domicilio del titolare o rappresentante comune</i> SAN GIOVANNI LUPATOTO (VR) VIA PACINOTTI 32 CAP 37057

L'organo amministrativo risulta composto da un Consiglio di amministrazione a due componenti:

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

Organi amministrativi in carica

consiglio di amministrazione

Numero componenti: 2

Elenco amministratori

Presidente Consiglio Amministrazione

TOSI GAETANO

residenza

Rappresentante dell'impresa
Nato a VERONA (VR) il 08/04/1965
Codice fiscale: TSOGTN65D08L781C
SAN GIOVANNI LUPATOTO (VR)
VIA PACINOTTI 32 CAP 37057

carica

presidente consiglio amministrazione
Data atto di nomina: 01/03/2004
Durata in carica: a tempo indeterminato
Data presentazione carica: 03/03/2004
consigliere
Data atto di nomina: 01/03/2004
Durata in carica: a tempo indeterminato
Data presentazione carica: 03/03/2004

carica

amministratore delegato
Data atto di nomina: 01/03/2004
Durata in carica: fino scadenza attuale consiglio
Data presentazione carica: 03/03/2004

Consigliera

SIMIONATO LICIA

residenza

Nata a VERONA (VR) il 01/06/1968
Codice fiscale: SMNLCI68H41L781S
SAN GIOVANNI LUPATOTO (VR)
VIA PACINOTTI 32 CAP 37057

carica

consigliera
Data atto di nomina: 01/03/2004
Durata in carica: a tempo indeterminato
Data presentazione carica: 04/03/2004

Assente **Organo di controllo.**

Attualmente l'attività è condotta dall'affittuario MAIONI GROUP S.R.L.S. in forza di contratto di affitto di azienda del 17.03.2025:

Trasferimenti d'azienda e compravendite

Tipo di atto	Data atto	Nr protocollo	Cedente	Cessionario
affitto/comodato	17/03/2025	VR-2025-38238	TOSI SERVICE S.R.L. C.F. 03188610236	MAIONE GROUP SOC[.] C.F. 01556960621

Trasferimenti di proprietà o godimento d'azienda

affitto/comodato

estremi della pratica

Data atto: 17/03/2025
Data protocollo: 18/03/2025

Data deposito: 18/03/2025
Numero protocollo: VR-2025-38238

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

estremi ed oggetto dell'atto

Notaio: PAPOFF VALENTINA
Numero repertorio: 9341
Cedente: **TOSI SERVICE S.R.L.**
Codice fiscale: 03188610236
Cessionario: **MAIONE GROUP SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA SEMPLIFICATA**
Codice fiscale: 01556960621
Denominazione del soggetto alla data della denuncia: **MAIONE GROUP SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA SEMPLIFICATA**

In data 26.08.2025 è stata **Iscritta la carica delle Curatrici** Avv. Silvia Adami e Dott.ssa Angela Peretti.

Alla data del contratto di affitto d'azienda, la società risultava aver **impiegato una media di n. 1 dipendente:**

Addetti (elaborazione da fonte INPS)	Numero addetti dell'impresa rilevati nell'anno 2025 (Dati rilevati al 30/06/2025)		Valore medio
	I trimestre	II trimestre	
Dipendenti	1	0	1
Indipendenti	0	0	0
Totale	1	0	1

L'affittuaria ha dichiarato che non vi sono dipendenti utilizzati nel ramo di azienda in affitto, ancorché siano stati assunti, a tempo determinato con scadenza 31.12.2025, i sig.ri Tosi Gaetano, Simionato Licia (ex amministratori di Tosi Service Srl) e Tosi Nicholas.

Non risultano **immobili** di proprietà.

Documenti ed attività raccolta informazioni ai fini dell'individuazione del perimetro aziendale in cessione

La documentazione utilizzata per la valutazione consiste in quella (frammentaria) fornita dall'attuale affittuario e da quella messa a disposizione da parte degli Organi della procedura.

Precisamente sono stati forniti:

- Bilancio CEE esercizi 2021-2022 e 2023 TOSI Service Srl;
- Situazione contabile al 31.05.2025 TOSI Service Srl;
- Nessuna prospetto di bilancio/situazione contabile per l'anno 2024 (assente anche presso Registro Imprese il bilancio 2024);
- Contratto affitto azienda del 17.03.2025 con Maione Group Srls;
- Visura Maione Group Srls;

- Bilanci CEE reperiti presso Registro Imprese di Maione Group Srls esercizi 2022-2023-2024;
- Contratto attivo Tosi Service Srl // Italia Alimentari Spa;
- Offerta Irrevocabile d'acquisto formulata da Maione Group Srls;
- Elenco nominativo Clienti afferenti all'azienda affittata;
- Volumi d'affari Clienti afferenti azienda affittata realizzati da affittuario in corso di affitto;
- Elenco nominativo vettori afferenti all'azienda affittata;
- Costi spedizioni afferenti affitto azienda sostenuti da affittuario in corso di affitto;
- UNILAV dipendenti afferenti all'azienda affittata;

Oltre a quanto sopra esposto, lo scrivente, unitamente alle Curatrici, si è recato presso gli spazi utilizzati da Maione Group Srls per visionare i beni in utilizzo.

Commento ai documenti contabili

La documentazione contabile di Tosi Service Srl risulta incompleta per quanto riguarda l'esercizio 2024 (non fornito) e, pertanto, sono stati individuati alcuni parametri di riferimento, ritenuti utili e/o necessari per le valutazioni richieste, sulla vbase dei dati storici al 2023 e di quelli relativi alla frazione di esercizio 2025 (periodo immediatamente antecedente l'avvio dell'affitto d'azienda).

Al fine di poter determinare l'impatto dell'attività condotta in affitto sui dati dell'affittuaria, è stata richiesta una situazione contabile completa aggiornata all'attualità: tale richiesta non è stata evasa nei termini richiesti, ma sono stati forniti i valori di fatturato realizzati con riferimento ai clienti afferenti all'azienda affittata ed i costi per le spedizioni sostenuti ed afferenti alla medesima.

Sono stati esaminati anche i modelli UNILAV relativo al personale dipendente presso l'affittuaria e provenienti da Tosi Service Srl, ancorché l'affittuaria abbia dichiarato che non vi siano persone direttamente impiegate nello svolgimento dell'attività afferente il ramo d'azienda in affitto.

Ai fini di miglior verifica del perimetro aziendale in valutazione e della presenza di assets "cedibili", è stata verificata l'eventuale presenza di contratti con i Clienti "trasferiti" e la redditività (in termini di fatturato) degli stessi: tenuto conto dell'incidenza dei costi per le spedizioni da sostenere.

Tale verifica ha permesso di riscontrare la presenza di un solo contratto stipulato con Italiana Alimentari Spa, in essere dal 2017 e fin qui costantemente rinnovato di anno in anno: solo tale contratto porta quasi il 90% del fatturato relativo a tutti i Clienti oggetto di passaggio.

La documentazione, come fornita dall'affittuaria, risulta, pertanto, indicativa dell'andamento della potenziale redditività "complessiva" dell'azienda condotta in affitto, con riscontro verificabile anche dai valori di fatturato antecedenti la decorrenza del contratto di affitto, pari a circa il 30% del fatturato ora realizzabile ed in parte già realizzato.






Esito accesso spazio in concessione presso i locali dell'attività

A seguito dell'accesso effettuato congiuntamente alle Curatrici, ed in presenza del sig. Tosi Gaetano, lo scrivente ha potuto verificare lo stato dei beni mobili in uso all'affittuario.




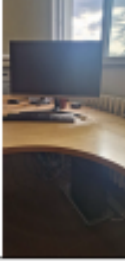



All'esito dell'accesso, lo scrivente ha provveduto a valorizzare tali beni, tenuto conto dei valori riscontrabili in siti specializzati per medesimi beni, tenuto conto del valore a nuovo e di quello riscontrabile in termini di "usato".

Di seguito l'elenco dei beni riscontrati, con documentazione fotografica di riferimento e individuazione del valore utile ai fini che necessitano:

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

Descrizione	N.	Valore unitario	Valore	Immagine riferimento
Scrivania in legno laminato sagomate e componibili	3	50,00	150,00	
Cassettiere a 3 cassetti sotto scrivania	3	20,00	60,00	
Sedia da ufficio in tessuto blu schiena bassa	2	10,00	20,00	
Sedia da ufficio in tessuto blu schiena alta	1	10,00	10,00	
Sedia da ufficio nera di tipo "direzionale"	1	10,00	10,00	

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
 tel.: 0458300001 r.a.
 e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

PC DELL MIDITOWER optiplex 3080 Intel i5 completi di mouse e tastiera	2	60,00	120,00	
PC HP PRO completo di lettore Dvd RW Intel i3	1	80,00	80,00	
Monitor Led Philips 22 Pollici	2	10,00	20,00	
Monitor Led Samsung	1	15,00	15,00	
PC Server Fujitsu Primergy TX1310 M1 dismessi	2	-	-	
Fotocopiatore multifunzione CANON ImageRUNNER Advance DX 527i matr. 23A26669	1	700,00	700,00	
Armadio alto a 2 ante suddivise telaio grigio ante finite legno	2	70,00	140,00	

Armadio alto a 2 ante	1	60,00	60,00	
Mobile basso a tre ante finitura legno	1	40,00	40,00	
Armadio scaffalato basso a 4 ante e 3 ripiani a vista	1	100,00	100,00	
Scaffali in metallo verniciato bianco a 3 ripiani + tetto	2	40,00	80,00	
Scaffale in metallo zincato a 3 ripiani + tetto	1	30,00	30,00	
Scaffali in metallo verniciato bianco a 1 ripiano + tetto	2	20,00	40,00	
Totale valore beni	29,00		1.675,00	

Per un totale di **euro 1.675,00**.

Per quanto esaminato, tali beni, peraltro di modico valore, risultano non essenziali allo svolgimento dell'attività, trattandosi di beni utilizzabili nell'ambito "amministrativo" e non operativo: di tale fatto si terrà conto nella scelta del metodo valutativo.

Altre informazioni

A seguito di quanto appreso dalle Curatrici, è emerso che i dipendenti attualmente in essere sono stati individuati per agevolare il contatto ed il "passaggio" dei Clienti afferenti all'azienda affittata in capo a Maione Group Srls: i contratti di lavoro risultano, infatti, in scadenza entro la fine del corrente anno: anche di tale elemento si dovrà tenere conto ai fini del metodo valutativo e della sua effettiva applicazione.

Definizione del perimetro aziendale – limiti e criticità

Alla luce delle considerazioni svolte e delle informazioni assunte, lo scrivente ritiene che il perimetro aziendale in cessione sia rappresentato dalla capacità di produrre reddito a seguito dei rapporti commerciali instaurati a seguito della conduzione dell'azienda (di cui uno supportato da Contratto), e dai beni di modico valore (e non operativi) illustrati in precedenza.

Il Valore aziendale, pertanto, risiede nell'asset "intangibile" rappresentato dai rapporti commerciali, la cui valorizzazione è stata possibile tramite l'utilizzo specifico di alcuni documenti, forniti dall'affittuaria consapevolmente dell'utilizzo che ne occorreva:

- 1) Elenco clienti da affitto azienda;
- 2) Fatturato per tali clienti sviluppato dall'affittuaria con l'ausilio del sig. Tosi;
- 3) Elenco spedizionieri da affitto azienda;
- 4) costi per spedizioni afferenti l'azienda condotta in affitto;
- 5) Contratto con Italia alimentari Spa.

Al fine di determinare il valore di tale asset, intangibile e produttivo di "reddito", sono stati considerati, oltre agli altri dati storici, i valori di cui alla situazione contabile antecedente la decorrenza del contratto d'affitto espressi dalla proprietà.

Va segnalata, tuttavia, una **possibile criticità** nella valorizzazione del ramo in cessione, legata alla reale appetibilità per eventuali terzi soggetti: l'attuale affittuaria, infatti, ha mantenuto i rapporti commerciali grazie al supporto del sig. Tosi e sta, inoltre, ormai ragionevolmente "fidelizzato" i clienti acquisiti tramite l'affitto d'azienda: nei confronti dell'attuale affittuaria, pertanto, il ramo d'azienda ha un valore certamente riscontrabile e riferibile all'avviamento derivante dal "pacchetto clienti" acquisiti, mentre per eventuali terzi soggetti tale valore potrebbe essere diversamente "colto" stante la necessità di individuare uno strumento che consenta un ulteriore passaggio della clientela a favore del possibile terzo interessato.

Ciò comporta che la valorizzazione, che dovrà essere posta a base di una eventuale vendita competitiva, dovrà essere espresso a valori che permettano una partecipazione "equa" alla gara da parte di tutti i soggetti interessati. Peraltro tale "incertezza" è potenzialmente riferibile anche all'attuale affittuario in quanto, laddove cessata la collaborazione con il sig. Tosi, il rapporto con i Clienti risulti, a posteriori, fortemente legato a quest'ultimo.

Metodi di valutazione

Il valore di un'azienda, in termini assoluti, è un concetto astratto e controvertibile, in quanto di concreto e reale non vi può essere che il valore di scambio che scaturisce da una trattativa o dalla legge della domanda e dell'offerta.

In condizioni ideali, il “valore” soggettivamente ricercato deve tendere a coincidere con un “prezzo” oggettivamente determinato in fase negoziale.

Per “valore” si intende il risultato dell'applicazione di uno o più criteri valutativi e prescinde dalla forza contrattuale delle parti e da altri fattori soggettivi; il “prezzo” è invece il punto di incontro delle attese e delle utilità formulate dalla domanda e dall'offerta interessate alla negoziazione.

Per la stima del valore di mercato di un'azienda, sia la dottrina che la prassi più accreditate, hanno sviluppato nel tempo criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima).

I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono suddividere nei seguenti gruppi¹:

1. metodi patrimoniali;
2. metodi reddituali;
3. metodi misti patrimoniali-reddituali;
4. metodi finanziari;
5. metodi sintetici di mercato.

Il metodo patrimoniale

In applicazione del metodo patrimoniale, il valore di un'azienda viene determinato attribuendo un valore corrente alle singole attività e passività iscritte in bilancio. La somma algebrica dei valori correnti (al netto degli effetti fiscali) analiticamente attribuiti alle componenti attive e passive evidenzia un valore patrimoniale denominato “patrimonio netto rettificato”.

Accanto al metodo patrimoniale “semplice” vi sono dei metodi patrimoniali “complessi”, comprensivi del valore dei beni immateriali, anche non contabilizzati, con o – in alcuni casi – senza valore di mercato. La formula proposta dalla dottrina è la seguente:

$$W = K + (K' - t)$$

¹ Per maggiori approfondimenti, si veda, *ex plurimis*: DAMODARAN A., (2014), *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano; GUATRI L., BINI M., (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano; ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., (2013), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino.

ove:

- W = valore di mercato della società;
- K = patrimonio netto contabile (*equity book value*);
- K' = rettifiche apportate al patrimonio netto;
- K+(K'-t) = patrimonio netto rettificato;
- t = (eventuali) effetti fiscali delle rettifiche.

Ambito applicativo

Tale metodo è utilizzato prevalentemente per aziende in cui il valore e la capacità di produrre reddito sono strettamente connessi ai beni della stessa: si pensi a società immobiliari, a Holding Finanziarie in cui il valore è dato principalmente da quello attribuito agli assets attivi. In aziende produttive, seppur patrimonializzate, tale metodo risulta di scarsa attendibilità per l'identificazione del relativo valore, in quanto non tiene conto del reddito prodotto dai fattori produttivi impiegati, che acquistano valore unicamente perché impiegati nello stesso.

Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si fonda sul principio che il valore di un'azienda non consista tanto nel valore attribuito alle consistenze patrimoniali nette, quanto nei redditi futuri che, in base alle attese, l'azienda risulta in grado di generare. Nel caso di durata limitata dei redditi (R), essi vengono capitalizzati per un periodo definito (n) di anni ad un tasso di capitalizzazione (tasso opportunità, equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio); il valore di mercato (W) è così determinabile:

$$W = R * a_{n-i}$$

Risulta anche diffuso il ricorso all'ipotesi di durata illimitata del reddito (con $n \rightarrow \infty$), in quanto, oltre un certo numero di anni, la differenza di valore tra rendita definita e indefinita diventa trascurabile. La formula della valutazione d'azienda con durata illimitata dei redditi nel tempo è la seguente:

$$W = R / i$$

Ambito applicativo:

La presente metodologia risulta utilizzata per aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno scarsa rilevanza: aziende caratterizzate prevalentemente da elementi "immateriali", quali contratti, Know-How e forza lavoro. Aziende che pertanto caratterizzate da fattori produttivi non

materialmente identificabili. Il presente metodo, inoltre presenta una “apprezzabile” aleatorietà, legata alla determinazione del “reddito medio atteso” quindi senza possibilità di vincolare il valore a beni tangibili e con valori riscontrabili nel mercato.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Piuttosto diffusi sono anche i criteri che, mediando tra i metodi patrimoniali e reddituali, vengono definiti “misti”.

Il criterio misto più elementare è il cosiddetto metodo del valore medio, il quale effettua una media tra valore patrimoniale (K) e reddituale con capitalizzazione illimitata (R/i):

$$W = \frac{1}{2} (R/i + K)$$

Più utilizzato risulta il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio, in applicazione del quale l'avviamento viene determinato dalla differenza tra il reddito medio prospettico dell'impresa e il reddito normale atteso del capitale investito in attività di pari rischio; tale differenza viene poi attualizzata per un determinato numero di anni ad un tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato.

Il metodo in questione consente di tenere conto delle prospettive reddituali della società, che verrebbero invece trascurate nel caso di applicazione di metodi patrimoniali semplici, riducendo le incertezze connesse all'applicazione di metodi reddituali puri. La formula è la seguente:

$$W = K' + a_{n-i} * (R - i'K')$$

dove il valore di mercato (W) della società è determinato dalle seguenti componenti:

- K' = patrimonio netto rettificato;
- R = reddito medio normale prospettico;
- n = numero definito e limitato di anni;
- i' = tasso di capitalizzazione, espressione del rendimento degli investimenti nel settore, o in settori aventi il medesimo grado di rischio;
- i = tasso finanziario di attualizzazione del sovrareddito, ovvero della differenza (R- i'K').

Utilizzando una capitalizzazione illimitata (si sostituisce cioè a_{n-i} con $1/i$) del profitto medio, si ottiene:

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

L'integrazione della stima patrimoniale con il valore dell'avviamento (positivo/goodwill o negativo/badwill) dell'azienda può rendersi particolarmente opportuna quando la redditività aziendale presenta un'elevata volatilità.

Ambito applicativo

Tale metodo è quello più utilizzato dalla prassi Italiana, e rappresenta il metodo che contemporaneamente: corregge l'aleatorietà del metodo Reddituale puro introducendo elementi certi quali sono gli assets patrimoniali valutati a valori di mercato e, al contempo, corregge i limiti del metodo Patrimoniale introducendo una valutazione anche di tipo "reddituale", seppur differenziale rispetto ai valori attesi di mercato. Pur avendo i pregi di entrambi i metodi, tale metodo ne incorpora anche i "difetti" ed i limiti in quanto la determinazione dell'Avviamento soggiace alla medesima "aleatorietà" del metodo reddituale, mutuando dallo stesso i principi alla base del metodo stesso: la discrezionalità del perito pertanto può comportare notevoli "fluttuazioni" sul valore finale complessivo, legate alla determinazione dell'avviamento ed agli elementi che ne determinano l'importo.

“

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario si basa sul principio per cui il valore di mercato di un'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro.

I flussi di cassa da utilizzare possono essere il flusso di cassa operativo ovvero quello netto per i soci.

I flussi di cassa operativi (unlevered) e netti per i soci (levered) si determinano confrontando gli ultimi due stati patrimoniali (per disporre delle variazioni di CCN operativo, attività immobilizzate, passività finanziarie, TFR e patrimonio netto) con il conto economico dell'ultimo anno.

L'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa avviene al costo medio ponderato del capitale (WACC)². Questa configurazione di flussi offre una valutazione

² Il costo medio ponderato del capitale o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) rappresenta il rendimento medio richiesto dai soggetti che intendono finanziare l'impresa (azionisti e terzi finanziatori). In formule, si ha:

$$WACC = k_e \frac{E}{D+E} + k_i(1-t) \frac{D}{D+E}$$

Dove:

- k_e = costo del capitale proprio; • k_i = costo del capitale di terzi (al netto del risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi ai fini IRES, essendo attualmente $t = 24\%$);
- E = *equity* (patrimonio netto);
- D = debiti finanziari.

dell'azienda nel suo complesso, indipendente dalla sua struttura finanziaria. Al valore dell'azienda (enterprise value) deve essere sottratto il valore dell'indebitamento per ricongiungersi al valore ottenuto attraverso i flussi di cassa netti per i soci (equity value).

L'attualizzazione dei flussi di cassa netti avviene invece al costo del capitale proprio (K_e)³.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico W dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

a) all'unlevered cash flow method:

$$W = \sum \frac{CF_0}{WACC} + VR - D$$

b) al levered cash flow method:

$$W = \sum \frac{CF_n}{K_e} + VR$$

dove:

- $\sum CF_0 WACC$ = valore attuale dei flussi di cassa operativi;
- $\sum_{n \in} CF K$ = valore attuale dei flussi di cassa netti;
- VR = valore attuale del valore residuo (*terminal value*);
- D = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari).

Il valore residuo, se oggetto di apprezzamento, è il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento n (prima del quale i flussi di cassa erano stimati analiticamente). È spesso una componente rilevante del valore globale W e tende a zero se l'orizzonte temporale della capitalizzazione è infinito ($VR / \infty = 0$).

Il terminal value (TV) corrisponde in formule a:

$$TV = [F_m / (i - g)] * (1 + i)^{-(n+1)}$$

Ove:

- F_m = flusso medio che la società prevede di ottenere nel periodo di pianificazione esplicita (in genere si utilizza il flusso puntuale relativo all'ultimo anno di previsione esplicita);

³ Il costo del capitale proprio (K_e) rappresenta il tasso di rendimento minimo che una società deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti, e in formule corrisponde a:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Ove:

- r_f = *risk free*: rendimento dei titoli privi di rischio (titoli di Stato);
- β = coefficiente di rischiosità non diversificabile;
- $(r_m - r_f)$ = *MRP = Market Risk Premium*: premio (extra-rendimento) per il rischio di mercato (r_m), rispetto al tasso privo di rischio (r_f).

- i = tasso di attualizzazione dei flussi;
- g = tasso di crescita atteso nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita;
- n = numero di anni di pianificazione esplicita. Qualora si decida di optare per un orizzonte di capitalizzazione perpetuo, la formula del valore terminale corrisponde a:

$$TV = [F_m * (1 + g)] / (i - g)$$

Ambito applicativo

Il presente metodo risulta idoneo per la valutazione di imprese che presentano una notevole dinamica finanziaria: aziende commerciali, aziende di servizi, società finanziarie. Risultano di difficile applicazione ed attendibilità laddove i flussi di cassa risultino non significativi, non “autoprodotti”, di difficile stima e pertanto aleatori. Nel caso di specie, come si vedrà, la società oggetto di valutazione non presenta le caratteristiche adatte a tale metodo, presentando una PFN peraltro negativa. Come per il metodo reddituale, peraltro, tale criterio presenta simile aleatorietà in quanto la determinazione dei flussi è strettamente legata alla capacità reddituale (stimabile) dell’impresa.

Il metodo empirico dei multipli di mercato

Accanto ai metodi sopra descritti, altresì definiti “analitici”, la dottrina e la prassi individuano dei metodi di stima, definiti “sintetici”, basati su indicatori e multipli di mercato, che permettono di effettuare la determinazione del valore sulla base dell’osservazione di determinati parametri, rinvenibili in società per lo più quotate presso mercati regolamentati, prese a riferimento per l’intero settore di appartenenza.

L’utilizzo di parametri di redditività è ritenuto solitamente il più rappresentativo della dinamica aziendale, soprattutto se riferiti a società non particolarmente patrimonializzate.

Tra i criteri empirici trova ampia diffusione il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)⁴, a cui va sommata algebricamente la posizione finanziaria netta, al fine di passare dalla stima dell’enterprise value (valore complessivo dell’azienda) a quella dell’equity value (valore del patrimonio netto), secondo la seguente formula:

⁴ Noto in italiano come Margine Operativo Lordo (MOL).

$$W = p * m +/- PFN$$

Dove:

- W = valore di mercato;
- p = parametro reddituale;
- m = moltiplicatore;
- PFN = posizione finanziaria netta. Le valutazioni basate sull'applicazione di multipli derivati da quotazioni borsistiche presuppongono l'individuazione di un campione di società comparabili con la società oggetto di valutazione.

Sconti dimensionali e di illiquidità

Nelle valutazioni sintetiche, basate sui multipli empirici di mercato e sulle transazioni comparabili, in molti casi si rende necessario applicare uno sconto dimensionale (size discount) al multiplo individuato, in considerazione delle circostanze concernenti la non perfetta omogeneità del campione considerato, sia in termini di dimensioni aziendali che di mercato di riferimento⁵.

In tale ambito, trovano altresì applicazione anche gli sconti relativi alla limitata trasferibilità (“lack of marketability discount”) delle partecipazioni della società oggetto di stima, qualora non quotata in un mercato azionario (“illiquidity discount”)⁶.

Nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, recentemente rivisto da Banca d'Italia⁷, nell'illustrazione dei criteri utilizzabili da parte dei fondi nella valutazione delle partecipazioni in società non quotate, l'Autorità di vigilanza, nel riconoscere la possibilità di una rivalutazione delle partecipazioni, precisa che “per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei *metodi sopra descritti [di valutazione]* è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto”⁸ generalmente ricompreso, nella prassi tra il 15 ed il 30%; medesimo “sconto” è applicabile per la differenza “dimensionale”. Tali sconti possono assumere livelli superiori, o assumere diverse e ulteriori *connotazioni* al fine di tenere conto di eventuali specifici casi

⁵ GUATRI, BINI, *cit.*, pagg. 681-683, fanno - in tal senso - riferimento agli “aggiustamenti da apportare ai multipli”. Si veda anche Organismo Italiano di Valutazione (OIV), (2015), *PIV – Principi Italiani di Valutazione*, § III.2.4, pp. 170-171, secondo cui “l'aspetto dimensionale in genere costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata”. Evidenze empiriche in merito al *size discount* sono riportate in <http://www.menzies.co.uk/wpcontent/uploads/2016/01/27The-Compounding-Effect-of-Size-on-business-Value27-Rebranded.pdf>.

⁶ In generale, sull'esigenza di computare uno sconto di liquidità nei processi valutativi, si rinvia a GUATRI L., UCKMAR V. (a cura di), (2009), *Linee Guida per le valutazioni economiche*, EGEA, Milano, pag. 79.

⁷ Banca d'Italia, (2017), *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Titolo V, paragrafo 2.4.6., in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/regolamenti/20120508/Regolamento_Gestione_collettiva_risparmio_1_a_ggiornamento.pdf.

⁸ Sulla quantificazione dell'*illiquidity discount*, si veda anche DAMODARAN A., (2005), *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>.

particolari (come nel caso di specie trattandosi di azienda da valutare in Procedura Concorsuale ed in ambito competitivo, dove la forza contrattuale è, di fatto, sbilanciata verso i potenziali acquirenti).

Ambito applicativo

Il presente metodo empirico rappresenta il metodo più utilizzato, nell'ultimo periodo, per la determinazione del valore di mercato di una azienda o delle sue azioni e/o quote di partecipazione in quanto basato sull'evidenza "empirica" (appunto) del valore di scambio di quote societarie operanti nel medesimo settore come riscontrato nelle Borse Valori di tutto il mondo. Le aziende "comparables", pertanto, vengono individuate nel mercato azionario borsistico. Le distorsioni che derivano dall'applicazione dei valori "multipli" individuati per tali aziende ai casi specifici (generalmente e frequentemente società non quotate e pertanto di diverse dimensioni e con scambi meno "facilitati") vengono corrette dalla dottrina, nell'applicazione concreta, tramite la valorizzazione della PFN specifica (che corregge pertanto il valore in base all'effettiva liquidità presente alla luce della struttura patrimoniale e finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione) e tramite l'applicazione degli sconti dimensionali e di liquidità sopra evidenziati.

Metodo principale – Metodi di controllo: individuazione

Data la caratteristica specifica dell'azienda oggetto di valutazione, nonché i limiti e le criticità precedentemente esposti, lo scrivente ha operato la scelta di adottare quale metodo principale il metodo reddituale puro (configurazione di avviamento) con determinazione dell'avviamento e quale metodo di controllo quello empirico dei multipli (EV/SALES + EV/EBITDA), tutti con valori di riferimento determinati in base al perimetro aziendale oggetto di valutazione.

Entrambi i criteri si basano, in ogni caso ed in assenza di un budget previsionale, su valori reddituali ed economici storici, opportunamente normalizzati e corretti in base alle notizie e documenti disponibili e verificati.

Gli altri metodi sono stati esclusi in quanto non applicabili al caso di specie per tipologia di attività e per intensità (in termini di rilevanza) di "patrimonio" tangibile impiegato.

Configurazione del perimetro aziendale oggetto di valutazione

Come precisato nella precedente narrativa, la redditività dell'azienda è legata alla clientela ad oggi "utilizzata" da parte dell'attuale affittuario (anche per il tramite del supporto del sig. Tosi). Lo scrivente ha determinato la redditività del ramo d'azienda oggetto di valutazione individuando la "più probabile" redditività media (pari al rapporto tra fatturato e risultato d'esercizio) tramite i dati di bilancio storici (fino al 2023) relativi e forniti da TOSI SERVICE SRL tenuto conto dei seguenti esercizi (documentati):

- Esercizio 2021, 2022 e 2023 completi;
- Frazione d'anno 2025 da situazione contabile fornita.

Si precisa che i valori reddituali sono stati ricondotti a quelli afferenti il ramo d'azienda affittata ed in cessione, non comprendendo, pertanto, le voci di costo relativi a rapporti non oggetto di trasferimento.

Valutazione tramite metodo Reddittuale (configurazione di avviamento)

Tale metodo risulta astrattamente idoneo al caso di specie per i motivi dedotti in precedenza, ovvero, sinteticamente:

- irrilevanza dei beni strumentali residui ed afferenti all'azienda, trattandosi, peraltro, di attività commerciale di servizi;
- assenza di crediti/debiti trasferiti afferenti all'azienda rimasti in capo alla procedura.

REDDITO NORMALIZZATO

Al fine di determinare il reddito riferibile all'attività oggetto di valutazione, si è proceduto come già indicato in precedenza.

I valori di bilancio sono verificabili negli allegati bilanci e, di seguito, si riportano i valori rielaborati e rettificati per quanto necessario:

	2021	2022	2023	MEDIA	Rapporto EBITDA/Fatturato
Fatturato (SALES)	1.112.013,00	1.140.043,00	1.218.489,00	1.156.848,33	
Reddito Ante Imposte	15.483,00	19.850,00	25.921,00		
<i>Rettifiche:</i>					
Oneri finanziari	22.987,00	16.763,00	20.602,00		

Ammortamenti	2.423,00	2.920,00	2.602,00		
Godimento B/T	59.716,00	63.862,00	63.940,00		
EBITDA Rettificato	100.609,00	103.395,00	113.065,00	105.689,67	9,14%
Reddito Netto Rettificato	72.539,09	74.547,80	81.519,87	76.202,25	
Redditività	6,52%	6,54%	6,69%	6,59%	

I dati rilevati dalle situazioni economiche dimesse sono stati trattati depurando i costi riferibili ad elementi non facenti parte dell'azienda attualmente in affitto.

Al fine di determinare il Reddito derivante dall'attività ora affittata, si è proceduto con tale criterio:

- 1) Determinazione del fatturato medio di Tosi Service Srl anni 2021 e 2023 (che comprende l'apporto della attività in affitto);
- 2) Determinazione dell'utile medio di Tosi Service Srl anni 2021 e 2023;
- 3) Determinazione della redditività media di Tosi Service Srl quale rapporto tra Fatturato/Reddito netto;
- 4) Verifica fatturato annuale da Clienti Tosi Service Srl generato da affittuario (proiezione dati forniti riferiti a periodo Aprile – settembre 2025) e conferma valori riscontrati in Tosi Service Srl;
- 5) Applicazione della redditività media calcolata come al punto 3 al fatturato più recente in Tosi Service (proiezione annuale dei valori riferiti alla frazione di anno 2025 antecedente l'avvio dell'affitto d'azienda come rinvenuti nella situazione al 31.05).

Tale procedimento è sintetizzato negli schemi che seguono:

TOSI Service Srl	2021	2022	2023	MEDIA
Fatturato (SALES)	1.112.013,00	1.140.043,00	1.218.489,00	1.156.848,33

Proiezione annuale fatturato clienti oggetto di affitto:

CLIENTI	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Sett	MEDIA/Mese	Media/anno
ITALIA ALIMENTARI SPA	72.725,00	67.028,00	76.517,00	75.654,00	71.440,00	79.008,00	73.728,67	884.744,00
UBV GROUP SPA	1.782,00	1.832,00	1.682,00	2.701,00	1.527,00	-	1.587,33	19.048,00
VERKA SRL	4.530,00	6.743,00	5.063,00	10.980,00	9.541,00	-	6.142,83	73.714,00

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

GAGLIANO MARCATI SRL	8.305,00	5.533,00	5.320,00	8.598,00	6.661,00	-	5.736,17	68.834,00
RX LOGISTIKA	215,00	540,00	-	942,00	427,00	-	354,00	4.248,00
ADERO SIA	920,00	1.306,00	-	2.719,00	1.887,00	-	1.138,67	13.664,00
TRANSIMEX SIA	412,00	365,00	-	617,00	450,00	-	307,33	3.688,00
CRISTINELLI	-	-	-	725,00	-	330,00	175,83	2.110,00
TOTALE	88.889,00	83.347,00	88.582,00	102.936,00	91.933,00	79.338,00	89.170,83	1.070.050,00

Come evidente il fatturato di Tosi Service (nel periodo ante crisi) risulta coerente con quello sviluppato dall'attuale affittuaria.

Essendo oggetto di affitto (e potenziale cessione) l'azienda come esistente in periodo di crisi/insolvenza, si è ritenuto opportuno prendere a riferimento il fatturato annuo come proiettabile sulla base del fatturato sviluppato nei mesi antecedenti l'avvio dell'affitto d'azienda (2,5 mesi). Dall'esame della situazione contabile di riferimento, è emerso il seguente valore di riferimento, in termini di fatturato, ai fini valutativi:

Tosi Service Srl	17-mar-25	Annuo
Fatturato	174.532,00	837.753,60

Applicando il tasso di redditività "normalizzato" precedentemente individuato, è possibile determinare un reddito atteso per l'attività attualmente condotta in affitto pari ad euro **55.000** circa:

Fatturato	837.753,60
Tasso redditività	6,59%
Reddito atteso	55.183,30

Come evidente il fatturato di riferimento è stato utilizzato nell'importo inferiore e, peraltro, coerente con quello sviluppabile, in ragione d'anno, in capo al cliente Italia Alimentari Spa (valore individuato nella tabella che precede e pari ad euro 884.774,00) per il quale è presente idoneo contratto di spedizione in vigore dal 2017.

Tale importo può essere qualificato, nel caso di specie e con riferimento all'affittuaria ed a possibili terzi acquirenti, quale SOVRAREDDITO (reddito ulteriore derivante dall'azienda attualmente condotta in affitto) su cui determinare il possibile avviamento ritraibile dalla cessione dell'azienda.

DURATA DEL SOVRAREDDITO PER DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO

La durata del sovrareddito, generalmente individuabile in un lasso temporale compreso tra 3 e 5 anni, viene qui determinata nominalmente, anche in forza del contratto con Italia Alimentari Spa vigente da oltre 8 anni, in **4 anni**.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE ($i = K_e$)

Il tasso in questione risponde, nella complessiva logica della formula prescelta, all'esigenza di attualizzare i sovraredditi attesi.

Tale dato è la sommatoria di più componenti e precisamente:

- *Tasso Risk Free*: pari al rendimento BTP a 4 anni (pari quindi all'orizzonte temporale) come individuabile dalle principali banche dati pubbliche e ufficiali di banca d'Italia;
- *Country Risk Premium*: ritenuto qui elemento di rischio da utilizzare in presenza di un mercato previsto in crescita di circa il 2%/anno e, pertanto, non soggetto a rischi di mercato specifici;
- *Beta di settore (Transportation-Europe)*: individuato da banca dati Damodaran e non soggetto a correzione sulla base della struttura finanziaria della società in quanto non presente;

Di seguito gli elementi e la determinazione del tasso K_e (i):

DETERMINAZIONE KE	
<i>Anni attualizzazione (in anni)</i>	4
<i>Risk-free rate (BTP 4 anni)</i>	2,47
<i>Country Risk Premium</i>	2,93
<i>Beta (Dam.)</i>	0,57
Ke	5,97

Il tasso di attualizzazione così composto risulta individuato in un **5,97%**.

AVVIAMENTO

L'avviamento viene determinato quale attualizzazione per **anni 4** del sovrareddito come sopra individuato, al relativo tasso di attualizzazione, e pertanto:

DETERMINAZIONE AVVIAMENTO METODO REDDITUALE	
Reddito Netto medio atteso	55.183,00
Anni attualizzazione (in anni)	4
Risk-free rate (BTP 10 anni)	2,47
Country Risk Premium	2,93
Beta (Dam.)	0,57
Ke	5,97
Reddito attualizzato (4 anni)	191.346,35 €

In base a tale criterio, **il valore dell'azienda**, con il metodo reddituale, risulta essere quantificabile in **nominali euro 191.346,35**.

Verifica valore avviamento

Tale valore può essere riscontrato anche applicando il diverso criterio utilizzato, per esempio, dall'Agenzia delle Entrate per determinare il possibile avviamento in una valorizzazione aziendale nell'ambito delle cessioni.

Tale criterio prevede la determinazione di una redditività media al fatturato per determinare il reddito medio normale, moltiplicando, quindi, il dato per n annualità al fine di individuare l'avviamento.

Partendo dai dati sopra esposti, il reddito medio atteso (pari alla redditività media) è pari ad euro 55.183,00:

Moltiplicando per 4 annualità si ottiene un valore pari ad euro **220.000**, valore che non tiene però conto di alcun fattore di rischio e pertanto, si ritiene, coerente con quello individuato con il metodo aziendalistico.

Metodo dei Multipli di Mercato, o prezzi probabili (metodo di controllo)

Tale metodo risulta astrattamente idoneo al caso di specie, ed ai fini per cui è utilizzato, per i seguenti motivi:

- tale metodo risulta "scevro" da possibili distorsioni legate alle scelte operate dal valutatore (soprattutto in ordine alla quantificazione del reddito atteso e dell'avviamento, risultando basato su rilevazioni empiriche relative agli scambi nel mercato azionario quotato di quote di società operanti nel medesimo settore, con applicazione delle necessarie correzioni

dimensionali e/o di “illiquidità” più sopra specificati (unici elementi rimessi alla sensibilità del valutatore).

Tale metodo, per la sua oggettiva verificabilità, e per la semplicità di utilizzo, sta diventando il metodo sempre più utilizzato al fine di verificare il c.d. “*enterprise value*”, soprattutto di aziende di grandi dimensioni (o potenzialmente tali) ragionevolmente comparabili con quelle di cui alle pubblicazioni rilevabili dai siti specializzati e prese alla base della determinazione dei “multipli” applicabili, opportunamente rettificati in considerazione di eventuali differenze dimensionali e/o di liquidabilità delle quote azionarie.

Molteplici sono i multipli utilizzabili per la valutazione (Reddito, EBIT, EBITDA, SALES etc.): nel caso di specie si è preso a riferimento il valore del Fatturato (SALES), che neutralizza le eventuali politiche sugli acquisti, ed altri costi, ed in coerenza con il criterio reddituale utilizzato in precedenza, basato sulla redditività “differenziale” derivante dal fatturato stimabile relativamente all’azienda in cessione (differenza tra media del fatturato 2022 e 2024 – scevro dell’attività affittata – e fatturato 2025 aggiuntivo relativo all’attività affittata); tale moltiplicatore, peraltro, prescinde dalla PFN specifica dell’azienda in valutazione che, nel caso di specie, è peraltro nulla.

Il metodo di valutazione in parola si compendia nella formula:

$$\mathbf{EV = (MULTIPLO \times FATTURATO)}$$

Laddove:

- EV: rappresenta il valore complessivo dell’impresa (Enterprise Value);
- MULTIPLO: valore individuato su siti specializzati (Damodaran) pari al rapporto (EV/SALES);
- FATTURATO: rappresenta i ricavi (SALES) dell’azienda: nel caso specifico, il fatturato “differenziale” in quanto aggiuntivo e riferibile all’azienda attualmente affittata (ed in cessione).

Di seguito, si precisano le determinazioni dei valori necessari al calcolo richiesto:

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

.A) Fatturato (SALES): riferibile all'azienda affittata, viene anche in questa sede individuato, nel valore ultimo stimabile ante avvio dell'affitto d'azienda e, pertanto, in euro **837.753,60.**

B) Moltiplicatore (EV/SALES): viene utilizzato quanto rilevabile dalla banca dati della NY Stern University (Damodaran) per il settore *Transportation*, pari a **1,03**.

Date updated:	05-gen-25				
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu				
What is this data?	Revenue multiples			Europe	
Home Page:	http://www.damodaran.com				
Data website:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html				
Companies in each industry:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls				
Variable definitions:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm				
	Number of firms	Price/Sales	Net Margin	EV/Sales	Pre-tax Operating Margin
Industry Name					
Transportation	55	0,63	4,50%	1,03	6,87%

C) Sconti dimensionali, di liquidità applicati: Come precedentemente illustrato, il multiplo va corretto per tenere conto dei seguenti aspetti:

- Sconto dimensionale: laddove le aziende non risultino perfettamente comparabili (per dimensione) il multiplo va corretto in difetto con uno sconto dedicato (generalmente compreso tra il 10 ed il 50%), commisurato anche alla “differenza dimensionale”. Nel caso di specie la società risulta essere di modeste dimensioni rispetto a società quotate (cui si riferisce il multiplo utilizzato).

Si è ritenuto, pertanto, di applicare pertanto uno sconto, per tale elemento, pari al massimo generalmente applicato, e pari al **50%**;

- Sconto di liquidità: tale sconto, generalmente applicato (in misura compresa tra il 10 ed il 25%), alle società non quotate, come il caso di specie (ma anche per valori superiori in presenza di particolari forme societarie), risulta applicabile in quanto il potenziale acquirente valuta la possibilità e la facilità di “disinvestimento” qualora volesse dismettere quanto acquistato: mentre nei mercati azionari borsistici, l'investitore è disposto a pagare un prezzo anche più elevato in quanto consapevole della rapidità dell'eventuale disinvestimento, tale “facilitazione” non risulta presente per investimenti in società non quotate. Trattandosi di Società a Responsabilità Limitata, i titoli risultano ragionevolmente più difficilmente “trasmissibili” rispetto alle azioni di una SPA

e tale elemento viene considerato nella presente valutazione. Lo sconto in parola è stato applicato al valore del **25%**.

Complessivamente, pertanto, lo “sconto” applicato al “multiplo” risulta pari al 75%.

Ciò precisato, si indica di seguito il valore determinato, con l’applicazione dei criteri sopra esposti:

EV/Sales (Damodaran)	1,03
SALES	837.753,60
Multiplo ridotto (-75%)	0,2575
EV	215.721,55

Il valore individuato risulta, pertanto, coerente con quello determinato con il metodo principale discostandosene di circa il 10%.

Congruità canone di affitto

In merito al richiesto giudizio in ordine alla congruità del canone di affitto attualmente in essere (pari ad euro 1.000/mese e, pertanto, ad euro 12.000/anno) pare opportuno esprimersi in questa fase della relazione, prima di trarre le conclusioni in ordine al miglior realizzo del valore dell’azienda, che sconta, oggettivamente, problematiche di natura diversa.

Come sopra indicato il valore dell’azienda si attesta nell’intorno di euro 200.000,00.

Come noto, il valore del canone di affitto è determinabile *in funzione* del valore dell’azienda affittata.

Individuato, quindi, il valore aziendale si deve ora, per fornire il parere richiesto, individuare il parametro più corretto *in funzione* del quale individuare il congruo canone di affitto.

In dottrina i parametri utilizzabili sono molteplici (Redditività - % di utile concordata in favore dell’affittuario – Fatturato x % stabilita, Valore azienda x redditività del capitale investito nel settore).

A parere dello scrivente, quello più “oggettivo” risulta essere quello che determina il canone partendo dal valore aziendale ed determina un tasso di remunerazione idoneo e generalmente individuato tra gli indici di redditività specifici o di settore.

37128 VERONA - Via G. Sirtori 4/d
tel.: 0458300001 r.a.
e-mail: segreteria@studioaldegheri.com

Determinato il valore aziendale nominale come sopra precisato, nel caso di specie si è individuato, quale indice di redditività, il **ROI (Return On Investment)** che identifica la redditività derivante dallo svolgimento dell'attività "tipica" (ante elementi straordinari e/o finanziari) alla luce del capitale investito (Reddito Operativo/Capitale Investito).

ROI = REDDITO OPERATIVO / CAPITALE INVESTITO

Nel caso di specie il ROI è ritenuto idoneo in quanto il perimetro aziendale, oggetto di affitto, è limitato ad elementi che afferiscono unicamente all'attività tipica (core business) e non comprende altri elementi di natura amministrativa, straordinaria o finanziaria.

E' stato quindi individuato il ROI specifico di Tosi Service Srl in relazione al ramo d'azienda oggetto di affitto.

Dall'analisi dell'attivo Patrimoniale più aggiornato (ante affitto), è emerso che le voci che lo compongono sono tutte riferibili all'attività "tipica" ed oggetto di affitto (beni strumentali, crediti e depositi bancari): tale valore, complessivamente indicato in euro 1.567.000.

ATTIVITA'		
Conto	Descrizione	Saldo
21	Immobilizzazioni immateriali	24.007,00
2120	Diritti di brev. industr. e opere	24.007,00
212004	Software	24.007,00
22	Immobilizzazioni materiali	53.001,11
2210	Impianti e macchinari	6.627,05
221001	Impianti specifici	6.627,05
2220	Attrezzature industriali e commerc.	26.974,22
222000	Attrezzatura varia e minuta	26.974,22
2230	Altri beni	19.399,84
223001	Macchine uff. electr. ed elettron.	9.788,83
223017	Impianto telefonico	5.145,08
223018	Telefoni cellulari	4.465,93
23	Immobilizzazioni finanziarie	15.250,00
2340	Crediti verso terzi	13.250,00
234007	Quota cap. soc. Apiveneto	250,00
234008	Deposito Cauzionale Tribunale	15.000,00
31	Crediti	1.395.550,13
3100	Crediti verso clienti	1.395.550,13
310000	Clienti	1.395.310,13
310007	Clienti esteri	240,00
33	Disponibilità liquide	79.271,74
3300	Depositi bancari e postali	79.271,74
330026	Obbligazioni Int.S. Paolo ex Ven.Ban	22.850,00
330029	Portafoglio SBP Banco BPM	40.120,00
330086	BANCA BCC VALPOLICELLA / BERARDI	16.301,74
TOTALE		1.567.079,88

Tale valore (contabile) va opportunamente “rettificato” dei fondi di ammortamento (per individuare il valore residuo delle immobilizzazioni) e delle voci non oggetto di “trasferimento” ovvero, nello specifico, la voce relativa alle Obbligazioni detenute di Intesa San Paolo.

Tali voci sono così valorizzate:

- 1) Fondi ammortamento: 70.569,00
- 2) Obbligazioni: 16.301,00.

Il *Capitale Investito*, **denominatore della formula**, viene pertanto ad essere valorizzabile, con riferimento al perimetro aziendale, in **euro 1.470.000**.

Al **numeratore della formula** va individuato il *Reddito Operativo*: per tale valore si è fatto riferimento al reddito operativo atteso e determinato, in coerenza con quanto in precedenza esposto, con riferimento ai valori riferibili al perimetro aziendale oggetto di valutazione e di affitto:

TOSI Service Srl	2021	2022	2023	MEDIA
Fatturato (SALES)	1.112.013,00	1.140.043,00	1.218.489,00	1.156.848,33
Reddito Ante Imposte	15.483,00	19.850,00	25.921,00	
<i>Rettifiche:</i>				
Oneri finanziari	22.987,00	16.763,00	20.602,00	
Ammortamenti	2.423,00	2.920,00	2.602,00	
Godimento B/T	59.716,00	63.862,00	63.940,00	
EBITDA Rettificato (R.O.)	100.609,00	103.395,00	113.065,00	105.689,67
Reddito Operativo Netto	72.539,09	74.547,80	81.519,87	76.202,25

Tale valore, al netto della fiscalità attribuibile agli stessi (aliquota complessiva del 27,9%) pertanto, risulta pari ad euro **76.000,00**.

Da ciò risulta che il ROI attribuibile all’azienda oggetto di affitto risulta essere pari al 5,17%, in linea con quello individuabile per l’affittuaria (anch’essa del medesimo settore) e pari, utilizzando i dati di bilancio disponibili, al 5,54%.

Viene, pertanto, utilizzato un **coefficiente di remunerazione** pari al **5,17%**.

Applicando tale coefficiente al **valore nominale dell’azienda**, indicato in precedenza pari ad **euro 200.000 circa**, si ottiene un canone di affitto ritenuto congruo pari ad euro 10.340,00/anno, ovvero euro 861,00/mese.

Tenuto conto che attualmente il canone è previsto in euro 12.000/anno, pari ad euro 1.000/mese, lo scrivente ritiene che il canone attuale possa essere ritenuto CONGRUO nel suo valore.

Conclusioni e valorizzazione nominale

Si riporta in questa sede la sintesi di quanto precedentemente illustrato.

Definizione del perimetro aziendale

Alla luce delle considerazioni svolte e delle informazioni assunte, lo scrivente ritiene che il perimetro aziendale in cessione sia rappresentato unicamente dalla capacità di produrre reddito a seguito dei rapporti commerciali instaurati a seguito della conduzione dell'azienda.

La valorizzazione di tale "asset" è stata possibile tramite l'utilizzo specifico di tali documenti, forniti dall'affittuaria consapevolmente dell'utilizzo che ne occorreva:

- 1) Elenco clienti da affitto azienda;
- 2) Fatturato per tali clienti sviluppato dall'affittuaria con l'ausilio del sig. Tosi;
- 3) Elenco spedizionieri da affitto azienda;
- 4) costi per spedizioni afferenti l'azienda condotta in affitto;
- 5) Contratto con Italia alimentari Spa.

Al fine di determinare il valore di tale asset, sono stati considerati, oltre agli altri dati storici, i valori di cui alla situazione contabile antecedente la decorrenza del contratto d'affitto espressi dalla proprietà.

Va segnalata, tuttavia, una possibile criticità nella valorizzazione del ramo in cessione, legata alla reale appetibilità per eventuali terzi soggetti: l'attuale affittuaria, infatti, ha mantenuto i rapporti commerciali grazie al supporto del sig. Tosi e sta, inoltre, ormai ragionevolmente "fidelizzato" i clienti acquisiti tramite l'affitto d'azienda: nei confronti dell'attuale affittuaria, pertanto, il ramo d'azienda ha un valore certamente riscontrabile e riferibile all'avviamento derivante dal "pacchetto clienti" acquisiti, mentre per eventuali terzi soggetti tale valore potrebbe essere diversamente "colto" stante la necessità di individuare uno strumento che consenta un ulteriore passaggio della clientela a favore del possibile terzo interessato.

Ciò comporta che la valorizzazione, che dovrà essere posta a base di una eventuale vendita competitiva, dovrà essere espresso a valori che permettano una partecipazione “equa” alla gara da parte di tutti i soggetti interessati. Peraltro tale “incertezza” è potenzialmente riferibile anche all’attuale affittuario in quanto, laddove cessata la collaborazione con il sig. Tosi, il rapporto con i Clienti risulti, a posteriori, fortemente legato a quest’ultimo.

Metodi di valutazione adottati

Data la caratteristica specifica dell’azienda oggetto di valutazione, nonché i limiti e le criticità precedentemente esposti, lo scrivente ha operato la scelta di adottare quale metodo principale il metodo reddituale puro (configurazione di avviamento) con determinazione dell’avviamento e quale metodo di controllo quello empirico dei multipli (EV/SALES + EV/EBITDA), tutti con valori di riferimento determinati in base al perimetro aziendale oggetto di valutazione.

Entrambi i criteri si basano, in ogni caso ed in assenza di un budget previsionale, su valori reddituali ed economici storici, opportunamente normalizzati e corretti in base alle notizie e documenti **disponibili** e verificati.

Gli altri metodi sono stati esclusi in quanto non applicabili al caso di specie per tipologia di attività e per intensità (in termini di rilevanza) di “patrimonio” tangibile impiegato.

Espressione dei valori individuati

Attraverso l’applicazione dei criteri e delle tecniche esposte in relazione, sono stati individuati i seguenti valori di riferimento:

Metodi	<i>Redd. (Avviamento sovrareddito)</i>	<i>Avviamento AdE</i>	<i>Multipli EV/SALES</i>
Valore	191.347	220.733	215.721

Si ritiene, pertanto, che il metodo principale adottato (Reddituale Puro) manifesti un valore corretto e ragionevolmente riscontrabile anche con i metodi alternativi applicati.

All’azienda può essere, pertanto, attribuito un valore nominale pari ad euro 190.000,00.

Ulteriore riduzione e determinazione del più probabile Valore di realizzo

Come indicato in precedenza, tale valore risulta nominalmente riscontrabile laddove vi sia continuità nei rapporti con i Clienti facenti parte del Contratto di affitto (e quindi in cessione).

Vanno tuttavia segnalate le seguenti criticità:

1) L'eventuale cessazione del rapporto tra l'affittuario (o la non collaborazione con l'eventuale terzo assegnatario dell'azienda in sede di cessione) comporta il venir meno di qualsivoglia certezza in ordine al mantenimento del pacchetto Clienti (anche in considerazione del fatto che per la maggior parte non è stata reperita documentazione contrattuale), essendo tali rapporti verosimilmente presenti in forza di relazioni personali e commerciali in capo al sig. Tosi;

2) il Contratto di Spedizione con Italia Alimentari Spa prevede, all'art. 11 prevede quanto segue:

ART. 11- DIVIETO DI CESSIONE

11. E' fatto divieto allo spedizioniere di cedere in tutto o in parte il presente contratto.

Pur considerando che dal 2017 ad oggi il contratto è stato sempre rinnovato e che il medesimo sta proseguendo in capo all'affittuario, tale elemento non fornisce garanzia del proseguimento del rapporto con eventuali soggetti terzi acquirenti;

3) La vendita viene effettuata nell'ambito di una procedura concorsuale con necessità di "pronto realizzo" che presuppone una ragionevole riduzione del valore di mercato nominale individuato.

Tali elementi di criticità, di cui si sottolinea la preminenza di quelli indicati ai punti 1 e 2, comportano la necessaria riduzione del valore individuato con criteri di "mercato" come sopra indicati, che viene qui indicata nell'ordine di circa il 50%, di cui 25% a titolo di "pronto realizzo" ed un ulteriore 25% a titolo di scarse garanzie in ordine alla prosecuzione dei rapporti commerciali afferenti il ramo d'azienda.

Per quanto sopra, partendo da un valore nominale a "criteri di mercato" pari ad euro 190.000, la riduzione operata ed argomentata comporta la determinazione del più probabile Valore di Realizzo in euro 95.000,00 (novantacinquemila).

Nel ringraziare per la fiducia accordata, si allegano alla presente i seguenti documenti:

- Visura storica Tosi Service Srl;
- Bilancio CEE esercizi 2021-2022 e 2023 TOSI Service Srl;
- Situazione contabile al 31.05.2025 TOSI Service Srl;
- Contratto affitto azienda del 17.03.2025 con Maione Group Srls;
- Visura Maione Group Srls;
- Bilanci CEE reperiti presso Registro Imprese di Maione Group Srls esercizi 2022-2023-2024;
- Contratto attivo Tosi Service Srl // Italia Alimentari Spa;
- Offerta Irrevocabile d'acquisto formulata da Maione Group Srls;
- Elenco nominativo Clienti afferenti all'azienda affittata;
- Volumi d'affari Clienti afferenti azienda affittata realizzati da affittuario in corso di affitto;
- Elenco nominativo vettori afferenti all'azienda affittata;
- Costi spedizioni afferenti affitto azienda sostenuti da affittuario in corso di affitto;
- UNILAV dipendenti afferenti all'azienda affittata;
- Dati estratti da banca dati Damodaran

Verona, 22.10.2025

dott. Enrico Aldegheri
(firmato digitalmente)