

TRIBUNALE DI MILANO

SEZIONE CRISI D'IMPRESA
G.D. DOTT.SSA LUISA VASILE
CURATORE AVV. MANUELA COCHETTI
L.G. 727/2025 SILGAS S.R.L.
CF PIVA 07898180968
CON SEDE IN MILANO VIA CINO DEL DUCA 5

VALUTAZIONE D'AZIENDA DELLA SILGAS S.R.L.

Perito dott. Vincenzo Cassaneti
dottore commercialista – revisore legale
Via Carlo De Angeli, 3 – 20141 Milano
Tel. 02.67101037 Fax 02.0267382075
Email: studiocassaneti@studiocassaneti.it

Il sottoscritto dott. Vincenzo Cassaneti, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 4187 e al Registro dei Revisori Legali, con studio in Milano via Carlo De Angeli 3, è stato nominato dal Curatore Avv. Manuela Cochetti, perito valutatore al fine di stimare:

1. l'entità del canone dell'eventuale affitto d'azienda;
2. il valore dell'azienda (costituita dall'avviamento, dalla clientela e da tutti gli attivi) ai fini della sua cessione a terzi a mezzo di procedura competitiva, come da autorizzazione del G.D. del 23 dicembre 2025.

La relazione si svilupperà con il seguente

INDICE DEI CAPITOLI

1. Descrizione degli accadimenti aziendali.....	3
2. Fonti d'informazione.....	5
3. Analisi del settore.....	7
4. Limiti all'analisi	13
5. I risultati aziendali delle ultime tre annualità.....	17
6. La situazione alla data di Liquidazione Giudiziale.....	18
7. Metodologie di valutazione.....	18
8. La scelta del metodo di valutazione.....	25
9. La valutazione del capitale economico della Silgas S.r.l. in Liquidazione giudiziale (Valore dell'azienda).....	27

§ § §

1. Descrizione degli accadimenti aziendali

In data 1° dicembre 2012 con atto del dr. Piero Bagnasco, Notaio in Asti, è stata costituita una società a responsabilità limitata denominata **Silgas S.r.l.**

La Società ha la sede legale nel comune di Milano, via Cino Del Duca, 5 è iscritta al Registro delle Imprese di Milano con il n. REA MI-1989102, codice fiscale e partita iva n. 07898180968.

La Silgas ha un capitale sociale di € 1.200.000 con il 90% delle quote di proprietà della Sig.ra Silvia Grosso (CF GRSSLV62R44A479G) e il 10% della società Bluestar s.r.l. (Piva CF 04351070232).

E' stata amministrata sino alla data di messa in liquidazione, da un CDA

Risulta avere diverse secondarie quali:

- Asti (AT) in Strada Cascina Cauda 2 dove è ubicata la sede operativa con gli impiegati ed il personale di servizio;
- Borgomanero (NO) in Viale Marrazza 1;
- Chiari (TO), Via Cesare Battisti, 7.

L'oggetto sociale principale è "L'acquisto, la vendita l'importazione, l'esportazione e, in genere, il commercio, sia in proprio che quale rappresentante agente o commissionaria di altre ditte o imprese,

italiane ed estere, di gas naturale o altri combustibili allo stato liquido, solido o gassoso, di energia elettrica, di servizi di telecomunicazioni, di servizi di telefonia, e di servizi di pubblica utilità in genere, secondo quanto ammesso dalle normative vigenti e dalle successive modifiche ed integrazioni”;

In data 18 – 21 novembre 2025, il Tribunale di Milano, su istanza della Procura della Repubblica ha dichiarato la messa in Liquidazione giudiziale della società Silgas S.r.l. con nomina del GD. dott.ssa Luisa Vasile e Curatore l'avv. Emanuela Cochetti.

In data 5 dicembre 2025, a seguito di richiesta da parte del Curatore, il GD ha autorizzato l'esercizio provvisorio fino al 30 aprile 2026, al fine di consentire *“il maggior perseguimento dell'interesse dei creditori, attraverso il conservarne i valori di avviamento e consentirne la migliore liquidazione”*.

In data 28 aprile 2026, dopo la pubblicazione di un invito ad offrire eseguito dalla Curatela, è stato sottoscritto un contratto di affitto d'azienda con effetto dal 1° maggio 2026, con durata otto mesi e quindi con termine al 31 dicembre 2026, corrispondendo un canone mensile di € 2.000,00 oltre Iva.

Sulla congruità di tale canone lo scrivente è stato chiamato ad esprimere un proprio parere che è stato licenziato in data 30 marzo 2026 (**allegato parere sub 1)**).

La presente relazione riguarda invece la stima del valore dell'azienda, inteso come l'Enterprise Value della Silgas al fine della cessione della stessa in sede concorsuale con asta competitiva.

§ § §

2. Fonti di informazione

Le fonti di informazione, alle quali il sottoscritto ha attinto nel procedere alle determinazioni dei valori, effettuate per il precitato scopo estimativo, gli sono state fornite in parte dal Curatore avv. Manuela Cochetti e in parte dalla società a seguito sia di accessi effettuati presso la sede operativa di Asti, Via Cascina Cauda 2, sia attraverso scambio di mail.

Negli accessi avuti sono stati intervistati, inizialmente l'ex Presidente del CDA e successivamente il consigliere

La documentazione esaminata è stata la seguente:

- Bilanci della S.r.l. al 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 e 31.12.2024;
- Documento riportante una presentazione della società;
- Contratto di affitto con Metanprogetti per installazione di un impianto fotovoltaico sospensivamente condizionato del 11 ottobre 2023;
- Contratto di comodato uso gratuito di autovetture tra società con Metanprogetti;
- Contratto di locazione parziale immobile in Asti, Strada Cascina Cauda 2, con Metanprogetti S.r.l. del 19 marzo 2019;
- Contratto di locazione immobile in Milano, Via Cino Del Duca 5, con

Comitea Soc. Semplice del 28 gennaio 2016;

- Contratto di locazione immobile in Chieri, Via Cesare Battisti, 7, con Ditta Sergio Callegarin del 22 febbraio 2016, con disdetta da parte di Silgas, del 21 ottobre 2025;
- Contratto di locazione commerciale immobile in Asti, Via Gardini 2/C con Vica S.r.l.;
- Invito per manifestazione d'interesse all'affitto azienda;
- Relazione informativa del Curatore periodo 18/11 – 31/12/2025;
- Relazione informativa del Curatore periodo 1/1/2026 – 31/1/2026;
- Lista clienti suddiviso per tipologia di utenti;
- Certificazione di avvenuta stipula del Contratto di affitto d'azienda tra la Curatela di Silgas e
- Relazione informativa del Curatore periodo 1/3/2026 – 31/3/2026;
- Contratti con grandi utenti quali

- Campione di contratti con piccoli utenti;
- Forecast anno 2026 come redatto dal
- Situazione economica dal 18 novembre al 31 dicembre 2025;
- Situazione economica dal 1° al 31 gennaio 2026;
- Situazione economica dal 1° al 28 febbraio 2026;
- Situazione economica dal 1° al 31 marzo 2026;
- Situazione economica dal 1° al 30 aprile 2026;
- Elenco dei PDR con elenco analitico tra l'altro dei nominativi dei clienti, e l'uso (distinto tra uso domestico, condominio uso domestico e usi diversi);

§ 89(2)(b)

L'attività di vendita ai clienti finali, così come definita dal Regolatore, "comprende le operazioni svolte dagli esercenti la vendita per l'approvvigionamento del gas naturale e dei relativi servizi di trasporto, stoccaggio, distribuzione e misura per la consegna ai clienti finali serviti a condizioni di libero mercato, nonché le attività relative alle funzioni di

commercializzazione, tipicamente legate alla gestione del rapporto con il cliente finale, comprese la fatturazione e la gestione dei pagamenti, incluso il recupero e la cessione dei crediti".

La vendita ai clienti finali è, pertanto, l'ultima attività della filiera, con una gestione, quindi, caratterizzata da alti volumi e margini ridotti.

Così inquadrato il settore, risulta utile comprendere il dimensionamento e la posizione dell'azienda stessa sul mercato.

A tal fine, l'Autorità di Regolazione per Energia Reti ed Ambiente pubblica annualmente una Relazione in cui riporta, per ciascun servizio seguito, un lungo elenco di informazioni utili, ottenute dagli stessi operatori.

Secondo i dati provvisori dell'indagine annuale sui settori energetici, come desunta dalla relazione Annuale ARERA ultima edizione, nel 2024 **sono stati venduti nel mercato al dettaglio** 45,967 miliardi di metri cubi (Gm3), con un leggero aumento rispetto al 2023 (Tav. 3.1).

TAV. 3.1 *Consumi finali di gas naturale (volumi in Milioni di metri cubi (m³); punti di prelievo in migliaia)*

TIPO DI MERCATO	VOLUMI			PUNTI DI PRELIEVO		
	2023	2024	VARIAZIONE	2023	2024	VARIAZIONE
Vendite finali	44.664	45.724	2,4%	21.738	21.671	-0,3%
Forniture di ultima istanza e default	630	243	-61,4%	199	31	-84,4%
TOTALE MERCATO	45.295	45.967	1,5%	21.937	21.702	-1,1%
Autoconsumi	12.142	12.181	0,3%	1,8	1,6	-8,3%
CONSUMI FINALI	57.437	58.148	1,2%	21.939	21.704	-1,1%

Fonte: ARERA, Indagine annuale sui settori energetici.

Il numero di venditori attivi nel mercato al dettaglio è diminuito. I soggetti che hanno operato nel mercato al dettaglio sono risultati 475, cioè 12 in meno del 2023.

Di seguito si riporta una panoramica della suddivisione degli operatori attivi sul mercato, in base alla clusterizzazione prevista da ARERA.

TAV. 3.2 Attività dei venditori del gas naturale nel mercato al dettaglio

OPERATORI		VENDITE	2020	2021	2022	2023	2024
NUMERO			472	489	515	487	475
Grandi	Superiori a 1.000 M(m3)		25	22	21	18	17
Medi	Comprese tra 100 e 1.000 M(m3)		44	38	36	36	52
Piccoli	Comprese tra 10 e 100 M(m3)		141	151	127	122	128
Piccolissimi	Inferiori a 10 M(m3)		262	278	331	311	298
VOLUME VENDUTO G(m3)			55,3	57,4	50,9	44,7	46,0
Grandi	Superiori a 1.000 M(m3)		40,7	42,2	37,6	32,5	33,4
Medi	Comprese tra 100 e 1.000 M(m3)		10,2	9,9	8,9	8,6	8,2
Piccoli	Comprese tra 10 e 100 M(m3)		4,0	4,7	3,7	2,9	3,6
Piccolissimi	Inferiori a 10 M(m3)		0,5	0,6	0,7	0,6	0,7
VOLUME MEDIO UNITARIO M(m3)			117	117	99	92	97
Grandi	Superiori a 1.000 M(m3)		1.627	1.920	1.790	1.804	1.967
Medi	Comprese tra 100 e 1.000 M(m3)		231	261	248	240	257
Piccoli	Comprese tra 10 e 100 M(m3)		28	31	29	24	28
Piccolissimi	Inferiori a 10 M(m3)		2	2	2	2	2

Fonte: ARERA, Indagine annuale sui settori energetici.

Come si può notare, gli operatori sono suddivisi tra "Grandi" (oltre 1 miliardo di metri cubi), Medi (tra 100 milioni ed 1 miliardo), Piccoli (tra 10 milioni e 100 milioni) e Piccolissimi (meno di 10 milioni).

Silgas S.p.A. eroga circa 5,8 milioni di metri ed appartiene, pertanto, al raggruppamento dei piccoli operatori.

A livello nazionale, il calo nel numero delle imprese di vendita si è manifestato in tutte le classi nelle quali gli operatori vengono suddivisi, con l'eccezione proprio di quella dei venditori di piccola dimensione, **il cui numero è cresciuto di 6 unità rispetto al 2023**; si osservano infatti un

venditore in meno nella prima classe, quattro in meno nella classe dei medi e 13 in meno in quella dei piccolissimi.

L'andamento dei corrispondenti volumi di vendita mostra invece variazioni positive.

La successiva tavola 3.3 propone la sintesi dei dati riguardanti i consumi finali di gas naturale per tipo di mercato e per settore di consumo negli ultimi due anni, elaborata a partire dai dati raccolti tramite l'indagine annuale che, è bene ricordarlo, per il 2024 sono provvisori.

Nel 2024 sono stati venduti poco più di 58 G(m3) — di cui 12 destinati all'autoconsumo e quasi 46 alla vendita — a 21,7 milioni di clienti (punti di riconsegna). Complessivamente, rispetto al 2023 i consumi di gas sono cresciuti del 2,9%. Gli autoconsumi, che perlopiù afferiscono al settore industriale e a quello della generazione elettrica, hanno registrato una sostanziale stabilità (0,3%), i quantitativi di gas venduti nel mercato libero, pari a 44,2 G(m3), hanno evidenziato un aumento del 6,8%, mentre le vendite nel servizio di tutela della vulnerabilità e nei servizi di ultima istanza, pari a 1,7 G(m3), si sono più che dimezzate. Per il 2023 i valori del mercato tutelato illustrati nella tavola non comprendono i quantitativi forniti nei servizi di default e di ultima istanza che nel 2023 erano risultati pari a 650 M(m3). Come già in parte anticipato, i consumi del settore domestico (domestici e condomini) sono cresciuti dell'1,1%, da 15,5 a 13,6 G(m3), mentre quelli dei settori produttivi (industria e generazione termoelettrica) sono saliti da 36,6 a 57,5 G(m3), registrando quindi un aumento del 2,5%. I consumi del

terziario (commercio e servizi insieme con attività di servizio pubblico)
sono cresciuti del 4,5%, passando da 6,7 a 7 G(m3).

TAV. 3.3 Consumi finali di gas naturale per settore di consumo (volumi in M(m3), punti di riconsegna in migliaia)

SETTORE DI CONSUMO	2023				TUTELA DELLA VULNERABILITÀ E DEFAULT	2024		
	SERVIZIO DI TUTELA	MERCATO LIBERO	AUTO-CONSUMI	TOTALE		MERCATO LIBERO	AUTO-CONSUMI	TOTALE
VOLUMI								
Domestico	3.044	8.689	0	11.734	1.477	10.268	0	11.745
Condominio uso domestico	181	1.566	10	1.756	25	1.854	7	1.887
Commercio e servizi	-	6.104	17	6.120	126	6.146	39	6.310
Industria	-	14.256	752	15.008	2	14.587	784	15.373
Generazione elettrica	-	10.256	11.364	21.620	0	10.817	11.350	22.167
Attività di servizio pubblico	-	569	0,4	569	91	574	0,4	666
TOTALE VOLUMI	3.225	41.439	12.135	56.807	1.721	44.247	12.181	58.148
PUNTI DI RICONSEGNA								
Domestico	5.685	14.683	0,0	20.367	2.640	17.689	0	20.330
Condominio uso domestico	36	141	0,5	178	2	170	0,4	173
Commercio e servizi	-	993	1,1	994	20	971	1,0	992
Industria	-	152	0,1	152	1	150	0,1	151
Generazione elettrica	-	1	0,1	1	0	1	0,1	1
Attività di servizio pubblico	-	48	0,0	48	9	49	0,0	58
TOTALE PUNTI DI RICONSEGNA	5.721	16.018	1,8	21.740	2.671	19.031	1,6	21.704

Fonte: ARERA, Indagine annuale sui settori energetici.

Più in dettaglio, nel 2024 le vendite di gas:

- al settore domestico sono rimaste sostanzialmente stabili a 11,7 G(m3) (0,1%); quelle nel servizio di tutela della vulnerabilità sono ammontate a 1,5 G(m3), mentre quelle nel mercato libero sono salite a 10,3 G(m3) (18,2%);

- ai condomini (al netto degli autoconsumi) sono cresciute del 7,6% (18,4% nel mercato libero):
- al settore industriale sono passate da 14,3 a 14,6 G(m3) (2,5%) e gli autoconsumi cresciuti del 4,5%, complessivamente, quindi, nel 2024 i consumi dell'industria sono aumentati del 2,5%;
- al settore termoelettrico sono cresciute del 5,5% (+0,6 G(m3)), mentre gli autoconsumi hanno registrato un lievissimo calo (-0,1%); tenendo conto di entrambe le voci, quindi, i consumi del settore sono passati da 21,6 a 22,2 G(m3), risultando così del 2,5% superiori a quelli del 2023;
- al settore del commercio e servizi sono aumentate del 2,7%; anche gli autoconsumi sono saliti, quindi, complessivamente, i consumi del commercio hanno raggiunto 6,3 G(m3), registrando una variazione del 3,1%;
- alle attività di servizio pubblico sono passate da 569 a 666 M(m3), quantificando la risalita nel 17%.

Sin qui lo spaccato del settore, così come rappresentato dall'Ente regolatore ARERA con l'ultima relazione annuale relativa allo stato dei servizi per l'anno 2024.

Entrando nel dettaglio, sulla base dei dati resi disponibili, Silgas svolge l'attività presso 1.804 clienti finali, di cui 1.622 con uso domestico e 182 con usi industriali in circa 42 Comuni della provincia di Alessandria e di Torino. I clienti sono per lo più persone fisiche (contratto con piccoli utenti) e vi sono numero tre contratti con tre grandi clienti quali:

➤

qu

➤

➤

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei volumi erogati per tipologia di utilizzo:

Tipologia	Nr clienti	Prelievo annuo
Condominio uso domestico	29	276.887
Domestico	1.593	1.276.269
Usi diversi	182	4.297.648
Totale	1.804	5.850.804

Come si può notare, circa il 73% dei consumi è erogato a favore di clienti finali con "Usi diversi", tra cui in larga parte per usi tecnologici-industriali.

Tra i consumi domestici, invece, la categoria prevalente è quella riferita all'utilizzo del gas per *riscaldamento, cottura cibi e/o produzione di acqua calda sanitaria*.

La rete utilizzata è per lo più quella di Metanprogetti S.r.l. azienda anch'essa in LG presso il Tribunale di Milano e attualmente condotta in

affitto da Saf Energy S.r.l.

§ § §

4. Limiti all'analisi

Prima di procedere alla descrizione del ramo d'azienda oggetto di stima ed all'illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, si ritiene opportuno evidenziare i limiti e le condizioni che hanno caratterizzato lo svolgimento dell'incarico.

Limiti contabili

Nella fattispecie che ci occupa occorre anche considerare che la società dall'anno 2023 aveva un Collegio Sindacale che esercitava anche l'attività di revisione contabile.

Dalla lettura del libro verbali del Collegio, risulta come negli anni dal 2023 al 2024 sia stato pressoché precluso ai sindaci la visione della documentazione contabile e societaria con conseguente impossibilità di fatto ad esercitare il controllo che erano stati chiamati a svolgere.

A seguito di tale impossibilità, come risulta dal verbale sindacale del 9 ottobre 2024, i Sindaci rassegnavano le dimissioni.

Un ulteriore ostacolo consiste nel fatto che il ramo d'azienda, oggetto di analisi, si trovi attualmente in stato di liquidazione giudiziale.

I limiti derivano dalla complessità nel reperire informazioni precise e attendibili riguardanti la situazione finanziaria attuale, dalla difficoltà nell'effettuare una valutazione accurata dei flussi di cassa futuri e dalla presenza di debiti e crediti in sospeso.

Il valore del ramo d'azienda viene determinato in base al presupposto di continuazione dell'esercizio dell'attività aziendale.

Non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione ricevuta dalla società in L.G.;

Il sottoscritto, nel corso dell'incarico ha assunto i dati fornitigli dal Curatore, tramite il sistema informativo aziendale senza la loro verifica, nel presupposto che gli stessi siano veritieri e corretti e che riflettano e rappresentino le effettive condizioni dell'Azienda ed i suoi risultati nei rispettivi periodi di riferimento.

Lo scrivente non ha effettuato alcuna attività di revisione, né ha concorso a predisporre le informazioni patrimoniali, economiche, finanziarie, storiche e prospettiche utilizzate. Pur effettuando la valutazione con l'adozione di ogni necessaria precauzione per un'attenta valutazione dei dati stessi, dei documenti e delle informazioni disponibili - avendo condotto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio - non esprime alcuna *audit opinion* né rilascia assicurazione di alcun tipo. Il sottoscritto non fornisce alcuna garanzia sulla conseguibilità dei redditi attesi dall'azienda evidenziati nella presente Perizia, considerato che di frequente eventi e circostanze non si verificano come da attese; la differenza tra dati consuntivi e previsioni può rivelarsi anche significativa ed il raggiungimento dei risultati ipotizzati dipende dalle azioni, dai piani e dalle ipotesi formulate dal personale della Società.

La valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili alla data di redazione della Perizia.

La valutazione non considera il possibile futuro verificarsi di eventi o

circostanze a carattere straordinario e imprevedibile.

§ § §

5. I risultati aziendali delle ultime tre annualità

CONTO ECONOMICO	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ricavi vendite e prestazioni	5.623.431	26.442.952	27.357.718
Altri ricavi	4.926.448	1.435.332	1.031
VALORE DELLA PRODUZIONE	10.549.879	27.878.284	27.358.749
Costo per materie prime, sussidiarie, di consumo	5.456.012	17.571.007	21.120.360
Costi per servizi	299.045	4.276.668	3.674.628
Costi per godimento beni di terzi	408.373	538.786	403.326
Costi per il personale	820.378	834.719	1.060.813
Totale costi operativi	6.983.808	23.221.180	26.259.127
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITA)	3.566.071	4.657.104	1.099.622
Ammortamenti e svalutazioni	10.892	10.892	64.319
Oneri diversi di gestione	2.852.795	2.680.922	192.647
COSTO DELLA PRODUZIONE	9.847.495	25.912.994	26.516.093
MARGINE OPERATIVO NETTO	702.384	1.965.290	842.656
Proventi ed oneri finanziari	79	3.540	3.906
Interessi e altri oneri finanziari	69.142	984.506	139.910
REDDITO DELLA GESTIONE CORRENTE	69.063	980.966	136.004
REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE	633.321	984.324	706.652
Imposte sul reddito dell'esercizio	573.350	881.914	365.600
UTILE O PERDITA DELL'ESERCIZIO	59.971	102.410	341.052

§ § §

6. La situazione alla data della Liquidazione giudiziale

CONTO ECONOMICO	21/11/2025
Ricavi vendite e prestazioni	409.308
Altri ricavi	
VALORE DELLA PRODUZIONE	409.308
Costo per materie prime, sussidiarie, di consumo	266.050
Costi per servizi	21.000
Costi per godimento beni di terzi	20.000
Oneri diversi di gestione	10.000
Costi per il personale	58.063
Totale costi operativi	375.113
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITA)	34.195
MARGINE OPERATIVO NETTO	34.195
REDDITO DELLA GESTIONE CORRENTE	34.195
UTILE O PERDITA DELL'ESERCIZIO	34.195

§ § §

7. Metodologie di Valutazione

Preliminarmente giova ricordare che dottrina e prassi economico-aziendale hanno sviluppato e sostenuto varie metodologie di determinazione del valore economico del capitale.

Volendo riproporre la schematizzazione proposta in dottrina e nella pratica operativa per la valutazione dell'azienda è possibile individuare:

- metodi patrimoniali;
- metodi reddituali
- metodi basati sui flussi;
- metodi misti;
- metodi empirici.

I metodi patrimoniali sono tesi ad enfatizzare l'aspetto "atomistico" della realtà aziendale, che si sostanzia nella somma algebrica del valore delle proprie componenti attive e passive.

I metodi patrimoniali si fondano sulla logica che il valore dell'azienda è rappresentato dall'ammontare che l'investitore dovrebbe impiegare per

ottenere una situazione equivalente per struttura patrimoniale, ossia per elementi attivi e passivi, a quella oggetto di analisi.

Si tratta pertanto di una stima "parzialmente analitico-atomistica", poiché gli elementi patrimoniali vengono valutati "singolarmente" e il valore si ottiene poi per differenza tra la somma dei valori attivi al netto del totale ottenuto dalla somma dei valori passivi. "Parzialmente" in quanto ciascun elemento viene valutato in una prospettiva comunque di funzionamento, dando in molti casi risalto alle ipotesi di riproduzione o riacquisto degli elementi attivi e di rinegoziazione delle posizioni passive.

In relazione al perimetro dei beni considerati nella stima si distinguono in metodi patrimoniali semplici e complessi.

Questi ultimi, a loro volta, possono essere ragionati ed empirici.

Ciò che caratterizza i metodi patrimoniali semplici e complessi è la valorizzazione o meno dei beni immateriali; mentre la classificazione tra ragionati ed empirici attiene alle modalità di stima degli stessi asset immateriali: documentata e razionalmente motivata nel primo caso, dedotta da valori di mercato e dai comportamenti negoziali degli operatori, nel secondo caso.

La stima del valore dei singoli beni e delle singole posizioni debitorie viene comunque effettuata per mezzo di una "normalizzazione" dei valori contabili per esprimere – come detto - a valori correnti di sostituzione gli elementi del patrimonio.

Il maggior pregio dei metodi patrimoniali è costituito dalla loro dimostrabilità, essendo il valore del complesso ricostruibile per mezzo della stima analitica, maggiormente verificabile e dimostrabile, dei singoli beni che lo compongono.

Per contro, il difetto principale del metodo in oggetto è rappresentato proprio dalla scarsa "razionalità", ossia dalla consapevolezza che il ragionamento razionale dovrebbe spingere un ipotetico investitore e nel nostro caso l'acquirente, nella formazione del proprio giudizio di valore, a stimare proprio la capacità di generare valore del complesso, perché in esso investe e non nei singoli suoi elementi. In altri termini, un investitore razionale dovrebbe fondare il proprio giudizio sulla capacità dell'azienda, come complesso organizzato e sistematico, di generare flussi – di reddito o finanziari -anziché sommare i valori "cristallizzati" di beni analitici e di singoli elementi patrimoniali. I metodi di determinazione del valore economico basati sui flussi colgono la sistematicità della combinazione economico-produttiva e ne individuano il valore proprio in relazione alla capacità della stessa di generare nel tempo flussi di reddito o finanziari.

Il valore di una combinazione economica destinata a produrre redditi o flussi finanziari dipende, pertanto, proprio dalla sua maggiore o minore capacità in tal senso.

Poiché il processo di generazione dei flussi reddituali o finanziari si distende lungo più esercizi temporali e nella consapevolezza dell'effetto che il trascorrere del tempo e il rischio producono su di una sequenza di flussi economico-finanziari, il valore dei flussi prospettici nell'essere attualizzato deve venire adeguatamente scontato.

I metodi basati sui flussi si fondano sul presupposto che l'azienda abbia valore per i risultati economico finanziari che è in grado di generare o, meglio, che sarà in grado di generare in futuro. In tal senso, tale metodologia sembra essere quella che meglio coglie i tratti caratterizzanti la natura sistemica dell'azienda riconducendo il valore al concetto di

“capitale economico” elaborato nella dottrina economico-aziendale.

Il capitale economico di un'impresa in funzionamento è espressione della complementare utilità economica che tutte le condizioni positive e negative di produzione, unitariamente considerate, riescono ad esprimere in prospettiva.

Tale utilità economica prospettica assume la sostanza di un flusso di redditi futuri, la consistenza e l'entità dei quali determinano l'altezza del capitale economico.

I metodi reddituali portano a considerare il valore di un'azienda come determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, la stessa sarà in grado di generare in futuro: in altri termini, il valore dell'azienda è determinato dall'attualizzazione dei redditi futuri.

Tali metodi sono indicati per aziende operanti “a regime”, senza presentare particolari problematiche finanziarie, vale a dire aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo devono essere separatamente valutati mediante l'ausilio di metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo due modalità di calcolo differenti, che sono sintetizzate come segue:

- *Attualizzazione del reddito medio normale atteso*, tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- *Attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni*, questa teoria poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo

del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata, di una durata pari ad un numero limitato di anni.

I metodi reddituali trovano larga applicazione nella pratica, anche se non sono di semplice determinazione, in considerazione delle difficoltà sempre insite nella quantificazione dei redditi futuri attesi e del tasso di attualizzazione più idoneo.

Una volta acquisito il dato del reddito medio prospettico, è necessario procedere alla sua normalizzazione. Tale procedimento consiste nel depurare il valore calcolato di tutti gli elementi positivi o negativi, di natura straordinaria e/o anomalie, che hanno condizionato, nel passato (nel caso si utilizzino dati storici), o che si presume influenzeranno nel futuro (nel caso in cui si utilizzino dati previsionali), la determinazione del reddito di impresa. Una volta normalizzati i redditi dei differenti anni, ove necessario, si deve procedere all'omogeneizzazione dei redditi stessi, per renderli effettivamente comparabili.

Rendere omogenei i redditi significa esprimerli in moneta con potere di acquisto omogeneo rispetto al reddito dell'anno in cui si svolge l'analisi. Omogeneizzare significa, in ultima analisi, rivalutare i redditi degli esercizi precedenti al tasso di inflazione rilevato nei vari anni e deflazionare i redditi prospettici al tasso di inflazione cumulato ipotizzato per gli esercizi futuri.

I metodi basati sui flussi si sono poi evoluti nel corso del tempo nel convincimento che le diverse situazioni ed esigenze della stima impongano - al di là delle modalità razionali, astratte, oggettive e verificabili.

I metodi basati sui flussi possono essere utilmente e ulteriormente distinti nelle configurazioni *levered* ed *unlevered*, finanziaria o reddituale, come

può essere distinta l'ipotesi di stima analitico-temporale dei flussi da quella con attualizzazione/attualizzazione di una rendita perpetua.

La distinzione tra la configurazione *levered* (o *equity side*) da quella *unlevered* (o *asset side*) muove dalla consapevolezza che la prima perviene al valore attraverso l'attualizzazione dei flussi netti complessivi, mentre la seconda perviene al valore – dell'*equity* – attraverso l'attualizzazione dei flussi operativi – valore dell'*entity* o *entreprise value* – sottraendovi poi l'indebitamento finanziario netto.

Inoltre, occorre precisare che la stima di tali flussi deve essere effettuata avendo come riferimento le "condizioni normali" di svolgimento della gestione, trascurando le situazioni anomale e non ripetibili che possono verificarsi nel corso della vita dell'azienda.

In tal senso, i flussi devono essere sottoposti a un processo di "normalizzazione" che si articola in diverse fasi necessarie per definire le rettifiche da apportare ai flussi per renderli coerenti con il processo di valutazione.

La prima rettifica è costituita dall'eliminazione o redistribuzione nel tempo dei flussi straordinari. Si passa poi all'eliminazione dei flussi relativi ad asset non trasferibili.

La terza fase è quella dell'eliminazione di flussi relativi alla gestione accessoria, poiché la metodologia *unlevered* deve dare risalto alla gestione caratteristica ed alla sua capacità di remunerare il capitale investito.

Si rende quindi necessario neutralizzare eventuali politiche di bilancio legate alla valutazione di alcune voci contabili.

Il processo di normalizzazione prevede poi, con particolare riferimento ai

metodi reddituali, il ricalcolo degli ammortamenti e dalla revisione dei beni in leasing, in quanto impattanti sui risultati marginali.

Una volta effettuate le suddette rettifiche, il processo di normalizzazione si completa con il "ricalcolo" degli oneri finanziari che consente di pervenire ai flussi operativi netti. Per determinare i flussi netti della gestione operativa sovente vengono utilizzate "imposte pro-forma", calcolate senza tenere conto della deducibilità degli oneri finanziari e dell'impatto fiscale determinato da variabili di natura non operativa. Il calcolo dell'onere fiscale è effettuato normalmente applicando l'aliquota d'imposta vigente direttamente al risultato operativo.

Nel tentativo di trovare delle soluzioni di equilibrio intermedie tra i metodi patrimoniali e i metodi basati sui flussi, si sono affermati i metodi misti.

Principalmente si segnalano il metodo del valor medio e il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento. Il primo consiste nel determinare il valore di un'azienda mediando – con una media aritmetica semplice – il valore ottenuto con il metodo patrimoniale e quello ottenuto con un metodo basato sui flussi (più diffusamente il reddituale).

L'obiettivo è quello di cogliere la verificabilità del metodo patrimoniale (che funge da "ancoraggio" dimostrabile del valore) con la razionalità tipica dei metodi basati sui flussi.

Nonostante la grande diffusione – proprio in ragione di questo principale pregio – non mancano le critiche concettuali al metodo del valor medio: dal punto di vista logico, nel tentativo di mediare tra il metodo patrimoniale e quello dei flussi, finisce di fatto per non essere né dimostrabile e oggettivo (non giustificandosi logicamente perché il valore corretto debba collocarsi in punto intermedio e proprio alla metà del valore risultante dalle altre

metodologie) né razionale (poiché si discosta dal processo logico sul quale un investitore razionale fonda il suo giudizio nelle scelte di investimento).

Il metodo con stima autonoma dell'avviamento è da considerarsi un metodo misto poiché affianca una stima basata sui flussi ad una stima analitico patrimoniale. Il flusso che, in questo caso, viene aggiunto alla stima patrimoniale è rappresentato dai sovraredditi, ossia dalla capacità dell'azienda di sovraperformare rispetto a valori medi normali realizzabili sul mercato in situazioni analoghe (reddito medio normale).

La metodologia in questione persegue anch'essa l'obiettivo principale di "impadronirsi" dei punti di forza delle due metodologie – patrimoniale e dei flussi - che ingloba. Anche il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento si è abbastanza diffuso, nonostante le difficoltà applicative correlate alla determinazione del sovrareddito e, prima ancora, del reddito medio normale, da un lato, e quelle concettuali correlate all'esigenza di dividere il reddito – fenomeno unitario – in due parti: quello normale e il sovrareddito.

Le transazioni che si realizzano in situazioni comparabili o nel corso del tempo consentono, in talune situazioni, di poter pervenire alla stima del valore di un'azienda.

I metodi empirici si caratterizzano per la loro diversità, tuttavia tra essi spiccano quelli basati sui multipli o moltiplicatori.

Il loro fondamento logico consiste nella possibilità di individuare tra due indicatori di performance – dei quali uno generalmente riconosciuto dal mercato e rappresentativo dell'oggetto di analisi da stimare – una relazione di causalità diretta che conferisce al loro rapporto una sostanziale stabilità nel tempo. Individuata tale relazione, il rapporto tra i due suddetti

indicatori può essere efficacemente utilizzato come moltiplicatore per ottenere una delle due variabili partendo dall'altra.

I metodi empirici, detti anche diretti, sebbene criticati dal punto di vista metodologico per la scarsa "universalità", hanno assunto un ruolo di crescente rilievo nella prassi.

Appare evidente che, in linea di principio, è possibile costruire – rapportando i molti valori effettivi reperibili (fatturato, prezzi, numero di clienti, costi) all'altrettanto numerose grandezze che possono richiamare la performance dell'azienda – un numero quasi illimitato di moltiplicatori.

I metodi empirici non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni di borsa e di quote di controllo dei mercati dei capitali, con tecniche più o meno elaborate.

I risultati espressi da questi metodi esprimono i "prezzi probabili" negoziabili per una data impresa, attraverso il riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili.

A fronte di una relativa semplicità e oggettività operativa si pongono una soggettività di fondo nella scelta del campione comparabile preso a riferimento così come del moltiplicatore selezionato.

Senza considerare, infine, le problematiche inerenti la stabilità del moltiplicatore stesso e il legame di causalità tra le variabili che lo hanno determinato.

§ § §

8. La scelta del metodo di valutazione

Silgas S.r.l. in liquidazione giudiziale come già enunciato opera nel settore della commercializzazione del gas naturale attività che si svolge all'interno

di un mercato caratterizzato da un elevato grado di regolamentazione e vigilanza. La società svolge prevalentemente attività di vendita della materia prima gas ai clienti finali, mentre una parte significativa dei corrispettivi fatturati comprende componenti tariffarie e fiscali disciplinate dalla normativa di settore e destinate a remunerare soggetti terzi della filiera energetica, quali i gestori delle reti di trasporto e di distribuzione nonché l'Erario per la componente tributaria.

Il settore del gas naturale è infatti sottoposto alla regolazione ed al controllo di ARERA, Autorità indipendente che definisce e aggiorna numerosi aspetti del funzionamento del mercato, tra cui le condizioni di accesso alle reti, le componenti tariffarie regolate, gli obblighi informativi verso la clientela e le misure di tutela dei consumatori.

In tale contesto la valutazione delle performance economiche di un operatore commerciale del settore non può essere limitata all'ammontare dei ricavi complessivamente fatturati ma richiede un'analisi della capacità dell'impresa di generare margini attraverso la propria attività caratteristica di approvvigionamento e vendita della materia prima.

La stima del capitale economico di un'impresa operante nel settore della vendita e commercializzazione del gas naturale può essere effettuata mediante differenti approcci valutativi, la cui applicabilità dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dalla disponibilità delle informazioni e dalle finalità della valutazione.

La prassi valutativa attribuisce generalmente particolare rilevanza ai metodi fondati sulla capacità prospettica di generazione dei margini e dei flussi finanziari, in quanto il valore aziendale dipende prevalentemente dalla capacità di mantenere e sviluppare il portafoglio clienti, di gestire

efficacemente gli approvvigionamenti e di generare risultati economici attraverso l'attività commerciale, più che dalla mera consistenza degli attivi patrimoniali.

Tuttavia, nelle situazioni di crisi o insolvenza, l'applicazione dei tradizionali metodi basati sulla continuità aziendale richiede particolare cautela, in quanto le ipotesi di sviluppo prospettico possono risultare significativamente condizionate dall'interruzione della gestione ordinaria e dall'incertezza circa la conservazione degli asset immateriali e della clientela e più in generale della capacità dell'impresa di mantenere nel tempo i risultati attesi.

In tale contesto, al fine di contemperare l'esigenza di valorizzare la capacità reddituale dell'azienda con la necessità di incorporare gli elementi di rischio connessi alla situazione di liquidazione giudiziale, **si è ritenuto opportuno adottare una metodologia reddituale sintetica basata sulla determinazione di un EBIDTA prospettico normalizzato e sulla successiva applicazione di un multiplo di mercato** coerente con le caratteristiche del settore e con il profilo di rischio specifico dell'operazione.

§ § §

9. La valutazione del capitale economico della Silgas S.r.l. in liquidazione giudiziale (Valore dell'azienda)

La società ha fornito allo scrivente in data 6 febbraio 2026, un budget relativo al periodo 18/11/2025 – 31/1/2026 qui riproposto:

Vincenzo Cassaneti			Via Carlo de Angeli, 3 - 20141Milano Tel. 02/67101037-fax 02/67382975			mailcert:vincenzo.cassaneti@odcecimilano.it mail: studiocassaneti@studiocassaneti.it							
dottore commercialista revisore legale Consulente del Giudice -Perito penale del Giudice e del P.M.													
	novembre 2025	dicembre 2025	gennaio 2026	febbraio 2026	marzo 2026	aprile 2026	maggio2026	giugno 2026	luglio2026	agosto 2026	settembre 2026	ottobre 2026	TOTALE
CLIENTI GRUPPO 33	54.099,00	117.866,00	72.876,00	107.614,00	74.316,00	48.078,00	29.162,00	22.638,00	21.386,00	8.539,00	2.578,00	33.250,00	592.402,00
acclse	801,00	1.671,00	895,00	1.343,00	918,00	743,00	307,00	230,00	207,00	74,00	32,00	422,00	7.643,00
distr	4.473,00	8.392,00	4.011,00	8.238,00	6.146,00	4.638,00	2.698,00	2.228,00	1.993,00	1.676,00	661,00	3.002,00	48.156,00
imposta	4.536,00	12.094,00	3.853,00	9.302,00	6.930,00	4.036,00	1.617,00	914,00	727,00	407,00	200,00	1.915,00	46.531,00
oneri	1.156,00	2.996,00	2.754,00	3.371,00	2.334,00	1.227,00	307,00	83,00	79,00	118,00	36,00	1.047,00	15.508,00
sconti	- 36,00	- 72,00	- 9,00	- 52,00	- 33,00	- 21,00	- 3,00	- 6,00	- 3,00	- 2,00	- 1,00	- 10,00	- 248,00
trasp	4.901,00	11.166,00	7.002,00	9.167,00	6.219,00	4.258,00	2.405,00	1.883,00	1.782,00	474,00	153,00	3.079,00	52.489,00
ven - ccr	390,00	1.585,00	652,00	1.378,00	979,00	469,00	175,00	63,00	39,00	33,00	16,00	206,00	5.985,00
ven - mat	33.803,00	74.507,00	49.513,00	69.607,00	46.044,00	28.445,00	17.854,00	13.673,00	13.079,00	2.945,00	842,00	19.901,00	370.213,00
prima													
ven - qvd	4.075,00	5.527,00	4.205,00	5.260,00	4.779,00	4.283,00	3.802,00	3.570,00	3.483,00	2.814,00	639,00	3.688,00	46.125,00
CLIENTI GRUPPO 34	147.062,00	164.027,00	75.149,00	132.305,00	127.915,00	104.624,00	70.800,00	88.299,00	129.031,00	115.151,00	97.918,00	105.357,00	1.357.638,00
acclse	1.644,00	2.625,00	102,00	1.349,00	1.395,00	1.100,00	811,00	622,00	726,00	654,00	25,00	1.243,00	12.296,00
distr	5.037,00	6.130,00	10.796,00	6.901,00	6.880,00	6.070,00	3.308,00	3.203,00	4.645,00	15.439,00	8.503,00	8.125,00	85.037,00
imposta	11.896,00	15.702,00	203,00	9.613,00	10.110,00	7.978,00	5.382,00	4.423,00	5.315,00	4.566,00	109,00	7.922,00	83.219,00
oneri	3.910,00	4.306,00	3.776,00	4.337,00	4.258,00	3.878,00	2.745,00	3.211,00	4.247,00	12.666,00	9.318,00	7.434,00	64.086,00
sconti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
trasp	20.114,00	20.324,00	12.263,00	17.049,00	17.108,00	14.311,00	9.622,00	13.654,00	21.271,00	14.869,00	16.257,00	13.837,00	190.679,00
ven - ccr	2.903,00	3.685,00	-	2.338,00	2.469,00	1.947,00	1.285,00	1.067,00	1.285,00	1.095,00	-	1.869,00	19.943,00
ven - mat	93.527,00	102.717,00	44.764,00	83.388,00	78.299,00	62.587,00	41.879,00	55.849,00	84.047,00	59.399,00	59.346,00	58.278,00	824.080,00
prima													
ven - qvd	8.031,00	8.538,00	3.245,00	7.330,00	7.396,00	6.753,00	5.768,00	6.270,00	7.495,00	6.463,00	4.360,00	6.649,00	78.298,00
CLIENTI GRUPPO 11- 50-771	208.147,00	350.013,00	366.539,00	317.471,00	255.400,00	123.955,00	96.699,00	60.590,00	50.842,00	51.088,00	77.973,00	99.143,00	2.057.860,00
acclse	3.942,00	6.999,00	7.509,00	6.269,00	5.094,00	2.293,00	1.403,00	755,00	560,00	529,00	852,00	1.675,00	37.880,00
distr	28.229,00	41.729,00	44.594,00	43.143,00	37.820,00	23.408,00	20.593,00	15.927,00	14.594,00	14.705,00	20.640,00	21.084,00	326.466,00
imposta	25.639,00	45.837,00	38.459,00	39.322,00	33.058,00	14.893,00	8.426,00	4.659,00	3.462,00	3.200,00	5.064,00	10.571,00	232.590,00
oneri	5.380,00	11.691,00	12.731,00	11.049,00	8.082,00	1.884,00	- 751,00	- 1.014,00	- 1.123,00	- 1.080,00	- 337,00	- 2.549,00	43.963,00
sconti	- 125,00	- 242,00	- 241,00	- 215,00	- 170,00	- 90,00	- 81,00	- 64,00	- 45,00	- 52,00	- 63,00	- 85,00	- 1.473,00
trasp	31.920,00	48.293,00	53.336,00	42.406,00	34.910,00	12.830,00	9.766,00	3.825,00	3.422,00	3.409,00	5.649,00	10.877,00	260.643,00
ven - ccr	7.472,00	13.384,00	14.906,00	11.913,00	9.678,00	4.339,00	3.365,00	1.657,00	1.122,00	1.182,00	1.999,00	3.221,00	74.238,00
ven - mat	88.211,00	163.304,00	176.280,00	144.857,00	108.329,00	47.022,00	36.542,00	18.285,00	12.476,00	12.782,00	22.562,00	37.225,00	867.875,00
prima													
ven - qvd	17.479,00	19.018,00	18.965,00	18.727,00	18.599,00	17.376,00	17.436,00	16.560,00	16.374,00	16.413,00	21.607,00	17.124,00	215.678,00
Totale RICAVI	409.308,00	631.906,00	514.564,00	557.390,00	457.631,00	276.657,00	196.661,00	171.527,00	201.259,00	174.778,00	178.469,00	237.750,00	4.007.900,00

Vincenzo Cassaneti

dottore commercialista revisore legale
Consulente del Giudice -Perito penale del Giudice
e del P.M.

Via Carlo de Angeli, 3 - 20141 Milano Tel.
02/67101037-fax 02/67382975

mailcert:vincenzo.cassaneti@odcecimilano.it
mail: studiocassaneti@studiocassaneti.it

	novembre 2025	dicembre 2025	gennaio 2026	febbraio 2026	marzo 2026	aprile 2026	maggio 2026	giugno 2026	luglio2026	agosto 2026	settembre 2026	ottobre 2026	TOTALE
COSTI DELLA PRODUZIONE	266.050,00	440.738,00	314.465,00	362.301,00	282.460,00	169.828,00	93.805,00	111.492,00	130.819,00	113.605,00	85.957,00	127.851,00	2.499.371,00
MARGINE COSTO DEL VENDUTO	143.258,00	191.168,00	200.099,00	195.089,00	175.171,00	106.829,00	102.856,00	60.035,00	70.440,00	61.173,00	92.512,00	109.899,00	1.508.529,00
COSTI PER SERVIZI	21.000,00	21.000,00	15.000,00	17.500,00	15.000,00	15.000,00	16.000,00	17.800,00	13.300,00	14.740,00	15.000,00	15.000,00	371.680,00
COSTI GODIMENTI	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
BENI DI TERZI													
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	120.000,00
VALORE AGGIUNTO	92.258,00	140.168,00	155.099,00	147.589,00	130.171,00	61.829,00	56.856,00	12.235,00	27.140,00	16.433,00	47.512,00	64.899,00	952.189,00
COSTI DEL PERSONALE	58.063,00	58.063,00	58.063,00	58.063,00	58.063,00	58.063,00	58.063,00	58.063,00	61.038,00	61.038,00	61.038,00	61.038,00	708.656,00
AMMORTAMENT I E ACCANTONAME NTI	34.195,00	82.105,00	97.036,00	89.526,00	72.108,00	3.766,00	-1.207,00	-45.828,00	-33.898,00	-44.605,00	-13.526,00	3.861,00	243.533,00
UTILE OPERATIVO	34.195,00	82.105,00	97.036,00	89.526,00	72.108,00	3.766,00	- 1.207,00	- 45.828,00	- 33.898,00	- 44.605,00	- 13.526,00	3.861,00	243.533,00

Tale documento predisposto in forma di conto economico previsionale è costruito secondo una logica coerente con le caratteristiche del settore della vendita del gas naturale e presenta una struttura assimilabile a quella di un conto economico a costo del venduto.

Questa impostazione consente di isolare con maggiore chiarezza il contributo della gestione caratteristica e di evidenziare i principali margini intermedi, in particolare il valore aggiunto ed il risultato operativo, che rappresentano gli indicatori più significativi per valutare la redditività dell'attività di vendita.

Pur nella sinteticità del prospetto la riclassificazione appare coerente con le logiche economiche del settore e idonea a rappresentare in modo trasparente la formazione dei margini aziendali, distinguendo le componenti tariffarie e fiscali che non generano un effettivo margine, in quanto risultano totalmente "passanti", per la società dalle componenti che esprimono la reale redditività dell'attività di vendita.

Considerato che la Società versa in stato di liquidazione giudiziale, opera su una base clienti numericamente contenuta e presenta limitata disponibilità di dati storici attendibili, l'EBITDA desumibile dal conto economico previsionale stimato in € 243.533 è stato evidenziato un oggetto di una normalizzazione prudenziale.

A tal fine si è tenuto conto del grado di effettiva realizzazione delle previsioni economiche nel periodo compreso tra il 18/11/2025 ed il 30/04/2026 (successivamente l'azienda è stata concessa in affitto) assumendo tale evidenza quale indicatore del livello delle assunzioni sottostanti il piano previsionale.

Sulla base del rendiconto finale depositato dalla Curatela, si evidenzia che

nel periodo 18/11/2025 – 30/4/2026 il conto economico può così configurarsi:

Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.820.314,00
Altri ricavi e proventi	1.923,00
TOTALE RICAVI DELL'ESERCIZIO PROVVISORIO	<u>2.822.237,00</u>
Acquisto di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.068.417,00
Acquisto di servizi	128.509,00
Spese per godimento beni di terzi	43.040,00
Spese per il personale dipendente	312.021,00
Altri oneri di gestione	16.157,00
Imposta IRAP dell'esercizio	11.736,00
TOTALE COSTI DELL'ESERCIZIO PROVVISORIO	<u>2.579.880,00</u>
RISULTATO DELL'ESERCIZIO PROVVISORIO	<u>242.357,00</u>

Tale risultato è stato conseguentemente esteso all'intero orizzonte temporale ritenuto espressivo in via sintetica e prudentiale delle incertezze che caratterizzano la Società, con particolare riferimento alla limitata visibilità prospettica, all'assenza di adeguate evidenze storiche e alle criticità connesse alla continuità operativa derivanti dalla procedura in essere. Tali dati, riferendosi ai mesi invernali e quindi quelli a più alto consumo per i clienti domestici, riescono a rappresentare una proxy significativa dei valori su base annuale.

Alla luce di tali elementi il margine operativo lordo prospettico è stato prudenzialmente rideterminato in misura inferiore rispetto al dato previsionale al fine di riflettere una capacità reddituale effettivamente replicabile e sostenibile in un orizzonte di continuità attenuata.

Ne deriva un'EBITDA normalizzato stimato in euro 164.766, così determinato:

MARGINE OPERATIVO LORDO EFFETTIVO (NOV- APR)	242.357
MARGINE OPERATIVO LORDO FORECAST (NOV - APR)	358.217
SVALUTAZIONE DATO FORECAST (NOV - APR)	67,66%
MARGINE NORMALIZZATO (€ 243.553* 67,66%)	164.766

Determinato il livello di EBITDA ritenuto ragionevolmente sostenibile in ottica prospettica, si è proceduto quindi, all'applicazione di un multiplo EV/EBITDA specifico per il segmento della vendita di gas retail.

Per l'individuazione del multiplo di riferimento sono stati esaminati i dati di mercato relativi al settore della vendita di prodotti energetici e del gas naturale, desunti dalla banca dati del prof. Aswath Damodaran¹, dalla quale emerge un multiplo EV/EBITDA medio pari a circa 9,5X.

I multipli settoriali desunti dalla banca dati di Damodaran sono riferiti prevalentemente a società quotate operanti in condizioni di ordinaria continuità aziendale e caratterizzate da dimensioni significativamente superiori a quelle della società oggetto di valutazione.

Nel caso in esame è però, necessario tener conto delle differenze strutturali esistenti tra il campione di riferimento e Silgas, con particolare riguardo:

- alla ridotta dimensione operativa: la società, come visto, appartiene al cluster dimensionale dei "piccolissimi" e che per loro natura quindi non possono godere di economie di scala significativa, né di una struttura organizzativa e finanziaria utile per sostenere significativi piani di crescita;
- Alla tipicità del mercato della vendita di gas naturale, in cui ciascun cliente può, quasi istantaneamente, cambiare fornitore;

1. "New York University Stern School of Business" aggiornamento di gennaio 2024.

- alla limitata liquidità dell'investimento;
- alla minore attrattività delle attività per potenziali acquirenti rispetto alle società comparabili considerate nelle banche dati;
- Al forte peso percentuale (in termini di volumi) dei 3 clienti industriali sopra descritti;
- Alla previsione che la società svolge esclusivamente vendita di gas naturale, laddove il mondo dei servizi si sta sempre di più focalizzando sull'integrazione con ulteriori attività (tipicamente energia elettrica, ma ormai anche verso il mondo delle telecomunicazioni, delle assicurazioni, ecc.).

Per tali motivi, il multiplo di mercato è stato prudenzialmente ridotto.

In considerazione di tali elementi, il multiplo settoriale di riferimento è stato oggetto di un adattamento prudenziale individuando un intervallo di valori compreso tra 2X e 3X l'EV/EBITDA ritenuto maggiormente **rappresentativo delle condizioni economiche e di mercato nelle quali potrebbe ragionevolmente realizzarsi un'operazione di trasferimento dell'attività.**

Ai fini della presente valutazione è stato pertanto assunto un valore centrale dell'intervallo individuato considerato espressivo di una stima equilibrata e coerente con le specifiche caratteristiche della Società

Nell'ambito dell'intervallo individuato è stato assunto un multiplo pari a 3X EBITDA.

Questo valore pur collocandosi nella fascia medio bassa del range considerato è stato ritenuto maggiormente coerente con il profilo di rischio della società.

Applicando il valore di 3 otteniamo:

$$\text{euro } 164.766 \times 3 = \text{euro } 494.298$$

A tale valorizzazione devono essere sottratti i debiti per depositi cauzionali ricevuti dagli utenti che ammontano ad euro 175.964.

Ne consegue una stima del capitale economico della società di **euro 318.334.**

A fini di verifica della ragionevolezza del risultato ottenuto si è proceduto a rapportare il valore economico stimato al numero dei punti di riconsegna (PDR) riconducibili al portafoglio clienti della Società.

Nella prassi operativa del settore, il valore unitario dei PDR oggetto di trasferimento è frequentemente ricompreso in un intervallo indicativo compreso tra euro 150 ed euro 250 per punto di riconsegna, fermo restando che il valore effettivo può variare in funzione delle caratteristiche della clientela, dei consumi associati e delle specifiche condizioni dell'operazione.

Nel caso di specie emerge un valore di euro 176,85 per cliente = euro 318.334/1.800 (PDR) che sulla base delle transazioni presenti sul mercato conferma il valore rinvenuto.

Il riscontro ottenuto pur non assumendo autonoma valenza estimativa, rappresenta un elemento di conferma della compatibilità con le evidenze di mercato del risultato raggiunto attraverso il criterio dei multipli applicato all'EBITDA normalizzato.

Con osservanza.

Il Perito

Milano, 4 settembre 2026.

(dott. Vincenzo Cassaneti)
