

Tribunale di Bologna
Sezione Quarta Civile

Liquidazione Giudiziale n. 132/2025

MISTER GAL SRL IN LIQUIDAZIONE

Giudice Delegato: Dott.ssa Antonella Rimondini

Curatore: Dott.ssa Maria Gatta

**Relazione di stima ai sensi
dell'art. 216 comma 1
C.C.I.I.
del valore dell'azienda**

1

Bologna, 07.04.2026

Dott.ssa Carlotta Bevilacqua

SOMMARIO

1. OGGETTO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE 3

- 1.1 Ipotesi e limiti dell'incarico
- 1.2 Base informativa utilizzata
- 1.3 Data di riferimento della valutazione
- 1.4 Cenni sui criteri di valutazione
- 1.5 La valutazione del capitale economico

2. L'AZIENDA E LE SUE CARATTERISTICHE PRINCIPALI (BREVI CENNI) 9

- 2.1 Cenni storici sulla società ed evoluzione
- 2.2 Il settore e il mercato

3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO 10

- 3.1 Il perimetro del complesso aziendale oggetto di valutazione
- 3.2 I beni materiali
- 3.3 Il nome, la ditta e l'insegna "MISTER GAL"
- 3.4 Il contratto di locazione dell'immobile
- 3.5 L'avviamento
- 3.6 I risultati dell'azienda
- 3.7 La normalizzazione degli aggregati economici

2

4. IL PROCESSO VALUTATIVO 16

- 4.1 Scelta delle metodiche e dei criteri più appropriati
- 4.2 La metodologia: il metodo dei multipli
- 4.3 Il metodo di controllo. Metodo reddituale

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI 24

- 5.1 Il calcolo del valore dell'azienda

1. OGGETTO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE

La sottoscritta **Dott.ssa Carlotta Bevilacqua**, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Provincia di Bologna al n. 2824/A, nonché iscritta al Registro dei Revisori Legali al N. 179699, è stata incaricata dalla Dott.ssa Maria Gatta, Curatore della Liquidazione Giudiziale della società **MISTER GAL SRL** (d'ora in avanti anche solo "**la Società**"), pendente presso il Tribunale di Bologna, di stimare il valore dell'Azienda originariamente esercitata dalla società ora in liquidazione giudiziale, ed attualmente condotta in affitto dalla ditta individuale "*San Vitale 56 di Maria Rosa Benassi*".

La valutazione si rende necessaria ai sensi e per gli effetti dell'art. 216 comma 1 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (C.C.I.I.) che testualmente prevede che "*i beni acquisiti all'attivo della procedura sono stimati da esperti nominati dal curatore ai sensi dell'art. 129 comma 2*", ed è funzionale alla vendita secondo le procedure competitive previste dallo stesso art. 216 C.C.I.I.

3

Si tratta in sostanza di determinare il più probabile valore di mercato non dei beni appartenenti alla Società singolarmente considerati, bensì del "bene azienda" (nella consistenza e nell'accezione che sarà successivamente descritta).

La scrivente ha accettato l'incarico conferito in quanto:

- ha verificato di disporre delle necessarie competenze tecniche;
- ha verificato di disporre del tempo necessario per l'espletamento dell'incarico;
- ha verificato di poter operare in assenza di qualsivoglia condizionamento esterno, diretto o indiretto.

1.1 Ipotesi e limiti dell'incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati nell'ambito delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- la valutazione ha tenuto conto dei dati economici, patrimoniali e finanziari, riportati nei bilanci relativi agli esercizi 2021 - 2024. Si precisa che i dati e le informazioni contenuti nei bilanci esaminati, sono stati assunti senza che sia stata

richiesta, al riguardo, alcuna analisi critica circa la loro congruità, correttezza, completezza e validazione.

- La valutazione si è fondata sui suddetti elementi storici e non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi né di eventi e condizioni, endogeni ed esogeni, successivi alla data di riferimento della valutazione.
- Le caratteristiche organizzative e produttive della Società, l'ambito competitivo e gli sviluppi attesi nel mercato di riferimento sono stati dal sottoscritto unicamente discussi con il curatore della liquidazione giudiziale nei colloqui ed incontri avuti.

1.2 Base Informativa utilizzata

La Base Informativa è stata strutturata con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

I dati risultano da diverse tipologie di analisi:

- Analisi Storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- Analisi Strategica, con riferimento al quadro macroeconomico e di settore;
- Analisi dei Mercati Finanziari, con riferimento a banche dati per i Beta, rendimenti di portafoglio, tassi free-risk, misure storiche e prospettiche per l'ERP;
- Analisi di informazioni Patrimoniali, riferite alle attività materiali e a specifici intangibles;

4

L'indagine è stata condotta utilizzando dati e informazioni contabili ed extra-contabili messe a disposizione dalla Curatela, e reperiti su specifiche banche dati, man mano citate e documentate, o da pubblici registri.

In particolare la scrivente ha avuto accesso ai seguenti documenti:

- Bilanci Cee (depositati al registro imprese) degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2020-2021-2022 -2023-2024;
- Bilanci di Verifica relativi agli esercizi 2020-2021-2022-2023-2024 e al 31/10/2025;
- Libro giornale relativo agli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2022-2023-2024;

- Schede contabili (partitari) degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2022-2023-2024;
- Dichiarazioni fiscali Mod. Unico Società di Capitali (redditi e irap) relative ai periodi d'imposta degli anni 2022-2023-2024;
- Dichiarazioni fiscali Mod. IVA relative ai periodi d'imposta degli anni 2022-2023-2024;
- Contratto di affitto d'azienda stipulato con scrittura privata autenticata in data 27 dicembre 2024 a rogito Notaio Tommaso Gherardi con studio in Bologna, (rep. n. 99672 – racc. n. 13873) con il quale la società Mister Gal S.r.l. in bonis ha concesso in affitto a Benassi Maria Rosa l'azienda (nel prosieguo indicato per brevità anche soltanto come **"Contratto d'affitto d'Azienda"**) così come modificato con l'"**Accordo di modifica di Contratto di Affitto d'Azienda**" del 23 gennaio 2026 per scrittura privata autenticata dal Notaio Giampaolo Zambellini Artini con studio in Bologna (rep. n. 52479 – racc. 16709;

1.3 Data di riferimento della valutazione

5

La data di riferimento della valutazione, in funzione dello scopo della presente relazione, e cioè quello di determinare il valore a cui l'Azienda debba essere posta in vendita dalla Procedura, dovrebbe essere quella più prossima alla vendita stessa. Occorre tuttavia considerare che l'Azienda è stata gestita dalla Società fino al 27.12.2024, data in cui è stato stipulato il contratto di affitto d'azienda sopra citato e che gli unici dati contabili completi sulla gestione di cui si dispone sono quindi quelli al 31.12.2024, mentre in relazione all'esercizio 2025 e alla frazione di esercizio 2026 (durante il quale la gestione è stata affidata ad altro soggetto giuridico), non si dispone di alcun dato.

Ad ogni modo si può sostenere che la data di riferimento della valutazione è quella alla data di apertura della liquidazione giudiziale, e che il valore espresso a quella data può essere preso come riferimento per la vendita competitiva.

1.4 Cenni sui criteri di valutazione

La teoria economico-aziendale ha configurato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore attribuibile al patrimonio aziendale. Le tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si connettono alle ipotesi assunte per la loro determinazione. Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione tipica, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento.

La configurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori di bilancio fornisce la nozione di capitale di bilancio o di funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto di bilancio che, a sua volta, può essere suddiviso nelle parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuiti al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, ma sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri ricavi di realizzo e i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale. Il capitale di liquidazione può essere inteso come un aggregato di valori determinato configurando la liquidazione per stralcio, cioè vendendo ogni singola attività ed estinguendo tutte le passività dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione, di cui esistono varie forme tra le quali sono da annoverare anche i conferimenti. La sua determinazione è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, di quello derivabile dalle future correnti di reddito che la gestione è in grado di generare e dal valore rappresentato dal tasso atteso di remunerazione previsto per il capitale investito. Il valore del patrimonio d'impresa, in ipotesi di cessione, è inteso dalla teoria economico-aziendale come un valore unico ed è denominato capitale economico.

Normalmente per valore generale del capitale economico di un'impresa si intende il valore di riferimento in base al quale la stessa può essere negoziata tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione, e il valore generale non riflette considerazioni di natura soggettiva legate al venditore o al

potenziale acquirente (sinergie, integrazioni etc.), né apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono di solito successivamente nella determinazione del prezzo finale. Occorre tuttavia tenere conto del fatto che l'Azienda oggetto di valutazione deve essere venduta nell'ambito di una procedura concorsuale e che dunque il venditore è, in un certo modo, "costretto" a vendere.

1.5 La valutazione del capitale economico

Per procedere alla valutazione del capitale economico è necessario innanzitutto verificare se l'azienda oggetto di valutazione sia in grado di continuare l'attività di gestione come un istituto economicamente autonomo. In altri termini occorre considerare se l'azienda oggetto di valutazione sia dotata di sufficiente economicità, cioè se sia in grado, per un periodo non breve, di conseguire ricavi sistematicamente superiori ai costi, in guisa tale da conseguire una congrua remunerazione del capitale proprio investito nell'impresa. Se così non fosse, si dovrebbe o procedere al calcolo di un avviamento negativo oppure, dopo aver constatato l'impossibilità di risanare l'impresa, assumere l'ipotesi di liquidazione per stralcio e conseguentemente adottare i criteri di valutazione che presiedono al calcolo del capitale di liquidazione. L'apprezzamento dell'economicità presunta della società ne condiziona la valutazione.

7

Dal confronto con l'economicità di imprese esistenti, con combinazioni produttive similari, operanti nello stesso settore, possono emergere situazioni che fanno ritenere il grado di economicità dell'azienda da valutare superiore, uguale o inferiore rispetto a un andamento medio di settore con riferimento a una ipotetica azienda che operi con un capitale equivalente a quella da valutare.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative oppure complementari, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale e quello reddituale.

Le metodologie utilizzabili si riconducono sia a teorie di specie redditualistiche e patrimonialistiche sia a quelle che considerano gli aspetti finanziari della gestione. Si applica un metodo misto dove si tende a contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Tra i metodi misti, quello della media semplice tra una valutazione redditualistica e una analitico-

patrimonialistica è il più elementare, mentre quello proposto dall'Union Expert Comptables mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore. Tra i metodi misti si può annoverare anche quello che la teoria suole denominare "*metodo patrimoniale complesso*". Esso aggiunge alla valutazione delle immobilizzazioni materiali quella delle immobilizzazioni immateriali. Le valutazioni delle immobilizzazioni immateriali sono sempre orientate alle correnti di reddito atteso che si reputa sia in grado di produrre l'azienda. Quindi la valutazione delle immobilizzazioni immateriali introduce aspetti redditualistici nella determinazione del risultato economico. In alcuni casi, inoltre, le immobilizzazioni immateriali sono intese come parti ideali del valore di avviamento la cui determinazione non può che essere orientata da criteri che si rifanno a una logica redditualistica.

L'applicazione di metodi che privilegiano l'aspetto finanziario della gestione porta, invece, a configurare il valore dell'azienda come il valore attuale, determinato con un tasso reputato congruo dei flussi monetari attesi.

Altri metodi, usati assai frequentemente quando si tratta di valutare piccole attività di vendita al dettaglio, si basano invece sull'esame di indicatori chiave del conto economico (tipicamente i ricavi delle vendite e/o il margine operativo lordo) ai quali vengono applicati opportuni coefficienti di moltiplicazione.

La presente perizia viene redatta adottando proprio, come metodologia di valutazione, il **metodo dei multipli**, opportunamente adattato al caso di specie, come meglio verrà illustrato nel Capitolo 4.

2. L'AZIENDA E LE SUE CARATTERISTICHE PRINCIPALI (BREVI CENNI)

2.1 Cenni storici sulla società ed evoluzione

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA SOCIETA'	
Mister Gal	
Ragione sociale:	MISTER GAL SRL
Forma giuridica:	Società a responsabilità limitata
Liquidatore e Unico Socio	Cesari Claudio
Data costituzione:	15/01/1981
Società collegate/controllate:	Nessuna
Sedi:	Via Guglielmo Marconi n. 71 40122 BOLOGNA
• Legale	
• Unità locale	Via San Vitale n. 54/A-B 40125 BOLOGNA
Codice Ateco:	47.71 – Commercio al minuto di articoli di abbigliamento e confezioni; commercio al minuto di calzature e accessori
Territorio operativo:	In prevalenza il territorio della città di Bologna

9

La Società, nata con Società in nome collettivo si è poi trasformata in società a responsabilità limitata operando sempre nel medesimo settore.

L'Azienda di cui alla presente stima è l'unica azienda esercitata dalla Società. Si tratta, tipicamente, di una piccola impresa commerciale di vendita al dettaglio.

2.2 Il settore e il mercato

Il macrosettore di riferimento, è quello dell'abbigliamento ed in particolare della vendita al dettaglio in sede fissa attraverso un negozio aperto al pubblico da molti anni, in una zona centrale della città. Il target è medio, nel senso che i capi di abbigliamento venduti dall'azienda sono di fascia media con marchi noti ma non appartenenti al mercato del "fashion di lusso".

Il settore è notoriamente soggetto a oscillazioni, e trattandosi di vendite dirette al consumatore finale risente delle variazioni del potere d'acquisto del consumatore influenzate da inflazione, instabilità delle condizioni economiche generali ecc.

3.ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO

3.1 Il perimetro del complesso aziendale oggetto di valutazione

10

Come più volte accennato l'oggetto della presente stima è l'Azienda esercitata originariamente dalla MISTER GAL SRL e ora concessa in affitto alla SAN VITALE 56 DI MARIA ROSA BENASSI, relativa al commercio al dettaglio di abbigliamento, scarpe ed accessori nei locali (di proprietà di terzi e condotti in locazione) di Via San Vitale n. 56 a Bologna.

Gli elementi costituenti il complesso aziendale oggetto di stima sono:

1. le attrezzature, gli impianti, i mobili e gli arredi in dotazione al negozio in cui viene esercitata l'attività
2. il diritto all'utilizzo del nome, della ditta e dell'insegna "Mister Gal"
3. il diritto al subentro nel contratto di locazione dell'immobile sito in Bologna Via San Vitale n. 56
4. il diritto alla voltura di tutte le autorizzazioni amministrative per l'esercizio dell'attività aziendale

5. l'avviamento

Sono espressamente esclusi dall'azienda oggetto di valutazione crediti, debiti, rimanenze di magazzino, altri beni o diritti non menzionati nell'elenco precedente.

3.2 I beni materiali

I beni materiali ricompresi nel complesso aziendale sono quelli di proprietà della MISTER GAL SRL in dotazione al negozio nel quale viene esercitata l'attività e riconducibili all'elenco allegato al contratto di Affitto d'Azienda del 27.1.2024, che si riporta nella tabella seguente:

ELENCO BENI
N. 1 registratore di cassa
N. 1 computer desktop
N. 1 mobile vetrina a due sportelli
N. 1 tavolo in legno bianco con piano in cristallo
N. 4 stand espositivi invecchiati
N. 6 carrelli per appenderia
N. 4 scaffali in metallo per magazzino
N. 5 piani espositivi per vetrina
N. 2 carrelli espositivi in ferro
N. 1 carrello da esposizione in metallo
N. 60 grucce appendiabito
N. 2 macchine freddo + caldo bianche
N. 3 macchine per ventilazione
N. 2 macchine per ventilazione magazzino
N. 10 manichini donna
N. 4 manichini uomo
N. 1 busto
Impianto di illuminazione
Impianto di allarme
Impianto antitaccheggio non funzionante
N. 2 poltrone rosse
N. 3 pouf
N. 1 sgabello
N. 8 scatoloni contenenti capi di abbigliamento

Dal punto di vista contabile si precisa che tutti i beni ammortizzabili di proprietà della Società risultano completamente ammortizzati come da prospetto che segue:

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile
IMPIANTI E MACCHINARI	43.688		-
Impianti	43.688 -	43.688	-
ATTREZZATURE COMMERCIALI	2.666		-
Attrezzature	2.666 -	2.666	-
ALTRI BENI MATERIALI	67.744		-
Mobili e arredi	46.306 -	46.306	-
Macchine d'ufficio elettroniche	7.911 -	7.911	-
Impianto d'allarme	4.775 -	4.775	-
Beni inf. a 516,46 euro	8.752 -	8.752	-
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	114.098	-	-

Ai beni materiali di proprietà della Società e ricompresi nell'Azienda è stato attribuito un valore pressoché nullo. Si tratta infatti di beni il cui acquisto risale a molti anni orsono, usati, alcuni in cattive condizioni di conservazione. Ai fini della presente valutazione, ai cespiti aziendali non viene dunque attribuito alcun valore.

12

3.3 Il nome, la ditta e l'insegna "MISTER GAL"

Il negozio in cui viene svolta l'attività aziendale è abbastanza noto in città essendo presente da molti anni con la stessa insegna. L'ipotetico acquirente potrà dunque beneficiare della notorietà acquisita nel tempo.

3.4 Il contratto di locazione dell'immobile

L'Azienda è esercitata in un immobile di proprietà di terzi, sito in Via San Vitale n. 56 a Bologna in forza di un contratto di locazione piuttosto datato (risulta infatti stipulato in data 2 aprile 1998, cioè quasi 30 anni orsono) che prevede:

- una durata di 6 anni (senza che siano indicate clausole particolari circa il rinnovo, per le quali dunque si deve fare riferimento alle norme di cui alla L. 392/1978);

- un canone annuo attualmente pari ad € 1.875,00 al mese, e cioè € 22.500,00 annui soggetti alla usuale rivalutazione ISTAT

Il negozio è situato in un palazzo storico (soggetto al vincolo di tutela per i beni aventi carattere storico e artistico) ed è composto da "locale con ingresso vetrina, negozio con retro, servizio, soppalco, locale magazzino all'interrato".

Stante l'assenza nell'originario contratto di locazione di particolari clausole relative alla durata, si deve intendere che il contratto abbia durata fino al 31 marzo 2028 con possibilità di rinnovazione tacita per altri 6 anni salvo che non intervenga disdetta che ciascuna delle parti dovrà comunicare all'altra almeno 12 mesi prima della scadenza. In caso di disdetta da parte della proprietà è dovuta l'indennità per perdita di avviamento quantificata in un ammontare pari a 18 volte il canone mensile e quindi € 33.750,00.

3.5 L'avviamento

13

L'avviamento è il valore intangibile che un'attività commerciale ha acquisito nel tempo e che va oltre il semplice valore dei beni materiali (arredamento, magazzino, attrezzature). In altre più semplici parole è ciò che rende quel negozio più prezioso della somma delle sue parti fisiche.

Diversi sono i fattori che possono influenzare l'avviamento di un negozio di abbigliamento. Tra questi vi sono:

- fattori commerciali quali la clientela fidelizzata e ricorrente, la reputazione e l'immagine, la posizione strategica, la possibilità di vendere (in esclusiva o meno) prodotti di marchi particolarmente ricercati e noti

- fattori organizzativi quali le capacità del titolare o dei dipendenti e i rapporti privilegiati con i fornitori

- fattori economici quali la storicità dell'attività, l'andamento stabile o in crescita dei volumi di vendita e dei margini negli anni

Sostanzialmente, nel caso specifico, si può sostenere che l'intero valore dell'Azienda è rappresentato dall'Avviamento.

3.6 I risultati economici dell'azienda

Negli ultimi esercizi (precedenti alla messa in liquidazione volontaria, alla concessione in affitto dell'Azienda e all'apertura della Liquidazione Giudiziale), l'azienda ha registrato risultati molto modesti sia in termini di ricavi delle vendite, che in termini di risultato dell'esercizio.

CONTO ECONOMICO	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/10/2025
Ricavi delle vendite	150.553	139.627	170.321	175.196	162.267	6.500
Rimanenze iniziali	- 821.340	- 221.416	- 160.200	- 178.975	- 48.319	- 9.000
Rimanenze finali	221.416	160.200	178.975	48.319	9.000	
Altri ricavi e proventi	11.185	24.441	11.832	2.224	1.756	12.175
Valore della Produzione	- 438.186	102.852	200.928	46.764	124.704	9.675
Acquisti Merci	- 41.905	- 29.850	- 82.632	- 117.676	- 64.937	-
Costi vari per servizi	- 8.156	- 11.393	- 17.370	- 11.645	- 13.178	- 18.574
Costi per godim. beni di terzi	- 21.270	- 23.200	- 22.500	- 22.500	- 22.500	-
Altri oneri di gestione	- 5.075	- 4.684	- 6.626	- 6.052	- 3.764	- 208
Valore Aggiunto	- 514.592	33.725	71.800	111.109	20.325	9.107
Costo del lavoro	- 39.043	- 26.272	- 51.508	- 30.030	- 26.121	-
M.O.L. (EBITDA)	- 553.635	7.453	20.292	141.139	5.796	9.107
Ammortamenti materiali	- 1.324	- 562	- 413	- 68	-	-
Ammortamenti immateriali						
Accantonamenti						
Risultato Operativo (EBIT)	- 554.959	6.891	19.879	141.207	5.796	9.107
Oneri Finanziari	- 4.301	- 2.009	- 2.189	- 1.703	- 1.898	- 510
Proventi Finanziari		21				
Oneri straordinari	- 4.553	- 1.780	- 2.117	- 21.137	- 1.745	- 1.367
Proventi straordinari	94.046		88	304	446	
Risultato prima delle imposte	- 469.767	3.123	15.661	163.743	8.993	10.984
Imposte		-	226			
Risultato Netto	- 469.767	3.123	15.435	163.743	8.993	10.984

Un'analisi rapida dei dati economici sopra indicati evidenzia una incapacità dell'impresa di produrre redditi apprezzabili. I dati non sono stati indagati dallo scrivente e necessiterebbero di approfondimenti, per valutarne la attendibilità, che a prima vista pare difettare. Balza all'occhio il risultato fortemente negativo dell'esercizio 2020 determinato in particolare dalla diminuzione delle rimanenze di magazzino che passano da € 821.000 circa a € 221.000 determinato probabilmente da una sopravvalutazione delle scorte nell'anno precedente. Pure fortemente negativo è il risultato dell'esercizio 2023, e anche in questo caso la motivazione parrebbe essere la forte diminuzione delle rimanenze finali.

3.7 La normalizzazione degli aggregati economici

Nella prassi è solitamente opportuno depurare il Risultato d'esercizio (o il M.O.L. o il N.o.p.a.t.) da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore dei risultati economici medio-ordinari sia storici che prospettici.

Sono di solito oggetto di riallineamento:

- i componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili in quanto, per la loro natura casuale e disconnessa dall'attività tipica aziendale, non sono assumibili nell'analisi per la determinazione della redditività aziendale.
- i componenti di reddito afferenti i capitali accessori.
- i componenti non inerenti la produzione di reddito.
- gli effetti delle **politiche di bilancio** o di voci di natura meramente fiscale con revisione di ogni fondamentale stima di bilancio (ammortamenti, magazzino, fondi e riserve ecc.), ed è stato eliminato ogni intervento riduttivo o incrementativo dell'imponibile per fini tributari e/o strategici.
- gli effetti del **deprezzamento monetario**: in Italia, con l'avvento dell'euro si è assistito ad un forte contenimento del tasso d'inflazione, e dunque solitamente non si rende necessario operare alcun correttivo per tener conto del tasso di inflazione. Alla data di stesura della presente relazione si sta assistendo in verità ad una certa crescita del tasso di inflazione che rende più difficile formulare previsioni circa un effettivo impatto sui conti. Non si ritiene comunque che tale impatto possa essere tale da influire in misura rilevante sul risultato delle stime.
- i componenti di reddito contabilmente non rilevati:
- il **compenso direzionale** esposto in bilancio allorché ritenuto non proporzionato alla reale performance dell'organo direttivo.
- i **costi o ricavi latenti**: in aziende a controllo familiare, possono essere rilevati inadeguati livelli retributivi del personale direttivo (appartenente alla famiglia proprietaria). In tale caso il costo deve essere stimato ai valori condivisi sul mercato.
- le imposte di competenza.

La scrivente non è in possesso di informazioni che possano portare a rettifiche significative dei risultati di esercizio. Certamente non paiono esservi elementi che possano portare ad aumentare il risultato stesso, che dunque dovrebbe rimanere negativo o molto vicino al pareggio.

4. IL PROCESSO VALUTATIVO

4.1 Scelta delle metodiche e dei criteri più appropriati

4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari.

In particolare, esistono **tre metodiche**:

➤ metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente, attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione. Tale metodica viene applicata alla valutazione delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;

➤ metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro. Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura. Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile. Tale metodica viene applicata alla valutazione delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;

➤ metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali. Tale metodica viene applicata alla valutazione delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e **cinque criteri** di valutazione:

✓ **patrimoniale:** si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. Con il "**metodo patrimoniale complesso**" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando la valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa sia in grado di produrre l'azienda;

✓ **reddituale:** le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione. Le valutazioni reddituali sono preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate;

✓ **creazione del valore:** si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda. Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera temperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un sovra reddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;

✓ **finanziario:** sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan*. Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;

✓ **comparativo:** si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di **multipli di indicatori economici o patrimoniali**. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione. Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti. Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili. Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso

dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi.

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato, per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto¹.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire, dalla configurazione di valore ricercata.

E' diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo o anche più metodi di controllo.

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo.

Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici.

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano direttamente il Capitale netto), o **asset side** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (**k**); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered*. Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria, in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

¹ E. FUSA – G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".

4.1.2. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili. Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per la stima del valore economico del capitale della Azienda esercitata dalla MISTER GAL SRL lo scrivente ritiene sia opportuno adottare, come metodologia di valutazione, il **metodo dei multipli**.

Nella scelta del metodo si è infatti tenuto conto:

- del bassissimo se non inesistente livello del patrimonio tangibile aziendale, che porta ad escludere metodologie di tipo patrimoniale;
- della difficoltà di interpretazione dei dati di tipo reddituale storico e dall'incertezza nella valutazione dei livelli reddituali raggiungibili in futuro;
- del fatto che nella prassi, la valutazione di "piccole attività commerciali" come quella di un esercizio commerciale al dettaglio avvenga proprio attraverso l'applicazione di un metodo che prenda a base elementi relativamente certi quali i volumi di vendita.

19

La scelta del metodo **dei multipli (in particolare del multiplo delle vendite)** è coerente con la configurazione di valore ricercata.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, che sono essenzialmente quelle di fornire il più probabile valore realizzabile dalla cessione del complesso aziendale di proprietà nell'ambito di una procedura di liquidazione giudiziale, attraverso una vendita competitiva.

4.1.3. Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima, che determinano la necessità di alcuni aggiustamenti sul valore di stima finale, sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa, che sono già state illustrate;

- l'elevato peso dell'imprenditore all'interno dell'impresa;
- il fatto che l'Azienda sia sottoposta ad una procedura di liquidazione concorsuale
- l'incertezza legata al contratto di locazione "dei muri" che potrebbe terminare il 31 marzo 2028 in caso di disdetta della proprietà (salvo riconoscimento dell'indennità prevista dalla Legge).

4.2 La metodologia: il Metodo dei multipli

Si è detto che il metodo dei multipli è il metodo che maggiormente, nella pratica professionale, viene utilizzato per valutare aziende di piccole dimensioni che svolgono attività di vendita al dettaglio (negozi, bar, ristoranti, ecc.).

I multipli maggiormente utilizzati sono quelli legati al valore dei ricavi di vendita, che per gli esercizi commerciali equivale anche all'incasso per corrispettivi, o al valore del margine operativo lordo (EBITDA) che è un indicatore della capacità dell'impresa di produrre risultati di gestione positivi senza tener conto degli ammortamenti, degli accantonamenti per rischi o svalutazioni, degli oneri e dei proventi finanziari, e degli oneri e proventi di natura straordinaria.

20

Nelle tabelle seguenti vengono riportate i dati dei ricavi delle vendite e dell'EBITDA.

€/000	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
RICAVI DELLE VENDITE	150.553	139.627	170.321	175.196	162.267
media	159.593				

€/000	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
EBITDA	- 553.635	7.453	20.292	- 141.139	- 5.796
media	-134.565				

Nel caso in esame si è ritenuto opportuno utilizzare un multiplo delle vendite perché, come si è visto, i dati economici disponibili sulla gestione evidenziano una perdita e non possono essere giudicati completamente attendibili.

Le banche dati disponibili (in particolare quelle rinvenibili sul sito www.salvidio.com di Salvidio & Partners ma anche su www.stern.nyu.edu del Prof. Damodaran) indicano come moltiplicatore delle vendite per un esercizio di vendita al dettaglio con margini bassi nel settore dell'abbigliamento un valore ricompreso tra 0,2 e 0,5.

Come valore delle vendite a cui applicare il moltiplicatore si è deciso di assumere la media dei ricavi del periodo 2020-2024, che si attesta in € 160.000, mentre come moltiplicatore si è scelto di utilizzare un valore pari a 0,4.

Il valore dell'azienda con il metodo prescelto sarebbe dunque pari a:

$$160.000 \times 0,40 = \text{€ } 64.000$$

Come detto l'applicazione del metodo dei multipli all'EBITDA o all'EBIT risulta poco indicativo (se non per nulla indicativo) a causa dei risultati negativi evidenziati.

Volendo simulare un andamento "standard" dell'azienda, costruendo un conto economico con dati noti o desunti dalle medie di settore si otterrebbe un EBITDA positivo per un ipotetico esercizio "standard" come quello in esame pari ad € 17.800.

Il conto economico sarebbe il seguente:

Ricavi delle vendite		160.000	
Costi d'acquisto	-	65.000	con ricarico di 2,5
PRIMO MARGINE LORDO		95.000	
Locazioni	-	22.200	come da contratto
Utenze	-	8.200	
Personale dipendente	-	35.000	15 - 25 % del fatturato
Altri costi vari	-	12.000	
EBITDA		17.600	11 % del fatturato

Nelle compravendite di piccoli negozi il moltiplicatore dell'EBITDA può variare da 2x a 4x.

Applicando all'EBITDA un moltiplicatore di 3 si otterrebbe un valore di € 52.800, di poco inferiore a quello ottenuto con il multiplo delle vendite.

La media dei due risultati porta a determinare il valore dell'azienda nell'ammontare di € 58.400 che si può arrotondare in € 58.000.

4.3 Il metodo di controllo. Metodo reddituale.

Oltre al processo sviluppato nel capitolo precedente, in coerenza con le indicazioni contenute nei Principi Italiani di Valutazione al paragrafo III.1.16, è stata sviluppata una valutazione di controllo di tipo reddituale basata sull'ipotesi che l'azienda possa ottenere risultati in linea con le medie di settore. Si precisa che il metodo prescelto per la valutazione dell'azienda Mister Gal, tenuto conto delle finalità della presente stima, rimane essere quello illustrato nel precedente capito 4.7, mentre il metodo reddituale in versione "asset side" inteso come attualizzazione di risultati economici futuri, ha come unica finalità quella di avvalorare, in quanto non si discosti in modo significativo, il risultato ottenuto dall'applicazione del metodo prescelto.

La formula prevista dall'applicazione del metodo reddituale è la seguente:

$$V = R / i$$

Dove si ha:

R: Reddito medio prospettico "unlevered" previsto

i: tasso di attualizzazione calcolato al costo medio ponderato del costo del capitale e del debito

Il sottoscritto ritiene di applicare la formula del metodo reddituale con la variante di attualizzazione dei risultati dei primi 5 anni e con determinazione autonoma del terminal value.

22

I futuri risultati economici ed il terminal value sono attualizzati ad un tasso che può essere il tasso di riferimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato dei mezzi finanziari utilizzati dall'impresa. Il sottoscritto ha considerato il tasso Ke pari al WACC.

In particolare, la versione asset side, viene identificata dalla seguente formula

$$V = \sum_{t=1}^n Ro_t(1 + wacc)^{-t} + Vo_n(1 + wacc)^{-n}$$

Dove si ha:

Ro = flussi monetari operativi unlevered

t = durata in anni del periodo di previsione analitica del flusso di cassa

Wacc (Weighted Average Cost of Capital) = costo medio ponderato del capitale = Ke

V_0 = valore terminale

n = tempo in cui si conclude il periodo di previsione analitica dei flussi .

I flussi economici operativi unlevered sono espressi al netto delle imposte da corrispondere. Nel concreto l'orizzonte temporale deve anche considerare il grado di incertezza delle previsioni e gli elementi a supporto. Il terminal value dovrebbe individuare un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente con i fondamentali.

Tale metodo, incorpora le attese dei redditi futuri, ma ha il limite di richiedere una grande affidabilità nella formulazione dei budget e dei piani industriali ed in genere incontra evidenti difficoltà nella determinazione dell'elemento rappresentato dal terminal value che in genere ha grande rilevanza numerica. Postulato per la corretta applicazione di tale metodo è rappresentato dalla durata del periodo di valutazione analitica nel quale va determinato puntualmente il flusso atteso.

Per il calcolo del WACC, il tasso K_e preso a base è pari al 15,7%. Da ultimo, al fine di rendere comparabile una valutazione dell'azienda nell'ipotesi di vendita forzata, è stata applicata una riduzione pari al 25% del valore determinato.

Il valore V del ramo di azienda determinato con il metodo reddituale risulta pari a € 66.130, non discostandosi troppo dalla precedente valutazione effettuata con il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Si riporta di seguito la sintesi dello sviluppo del calcolo della stima:

		2026	2027	2028	2029	2030	TV
Valore della produzione		160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	
EBIT % stimato	11%	17.600	17.600	17.600	17.600	17.600	
Rettifiche sul risultato							
EBIT medio normale atteso		17.600	17.600	17.600	17.600	17.600	
Imposte stimate	-	4.910	4.910	4.910	4.910	4.910	
NOPAT NORMALE ATTESO		12.690	12.690	12.690	12.690	12.690	12.690
Periodi		1	2	3	4	5	
WACC (CoE)	15,70%						
Fattore di attualizzazione		0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	
NOPAT attualizzato		10.968	9.476	8.193	7.081	6.120	
TV	40.414						
Somma NOPAT attualizzato	41.838						
ENTERPRISE VALUE	82.252						

La stima di cui sopra prevede una rendita perpetua, il che potrebbe non essere corretto soprattutto in funzione dell'instabilità dei flussi e della variabile rappresentata dalla durata del contratto di locazione. Il risultato della stima può quindi essere opportunamente ridotto di una

percentuale prudenziale del 30 % arrivando ad € 58.000 circa che è un risultato perfettamente coincidente con quello ottenuto con il metodo di valutazione principale.

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 Il calcolo del valore dell'azienda

L'applicazione del metodo sopra descritto con le relative considerazioni riguardanti il caso concreto, e con tutte le difficoltà sopra esposte, ha portato a determinare il valore dell'azienda Mister Gal in **€ 58.000 (cinquantottomila)**.

Bologna, li 7 aprile 2026

In fede,

Dott.ssa Carlotta Bevilacqua

