Dott. Marco Cordaro
Dottore commercialista – Revisore legale

Via Caravaggio, 2/B 20831 Desio (MB)
T. +39 0362 39191 m.cordaro@studiocma.eu - marco.cordaro@legalmail.it

PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA DI PROPRIETÀ DI

MUTEKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

L.G. 2/2025 TRIBUNALE DI MONZA

Sede legale: via Risorgimento n.35, Sesto San Giovanni
Codice fiscale: 03529900122
Partita IVA: 03529900122
Iscritta al Registro delle Imprese di Milano, Monza e Brianza, Lodi - *N. R.E.A.: MI - 2644105*

Sommario

0. PREMESSE 4
1. LA FINALITÀ DELLA STIMA E L'OGGETTO DELL'INCARICO 6
1.1 Dati identificativi della società 6
1.2 Il perimetro dell'Azienda oggetto della valutazione 6
1.3 Continuità dell'attività aziendale 7
1.4 La documentazione esaminata 9
2. INTRODUZIONE AL SETTORE 10
2.1 Offerta – Il tessuto delle piccole e medie imprese 11
2.2 Domanda – I principali segmenti 12
2.3 Dinamiche di acquisto e criteri di selezione 13
2.4 Prospettive di sviluppo del mercato 13
3. Inquadramento di MUTEKI S.R.L. 15
3.1 Sede, organizzazione e assetto dimensionale 15
3.2 Analisi SWOT 15
4. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE 17
4.1 Considerazioni sulla contabilità di MUTEKI S.R.L. e SOLBRO S.P.A. 17
4.1.1 MUTEKI S.R.L.: il giudizio di attendibilità 17
4.1.2 SOLBRO S.P.A.: assenza di documentazione contabile 19
4.1.3 Necessità di coerenza metodologica nella metodologia valutativa 20
4.2 Criteri di scelta del metodo di valutazione 23
4.3 Scelta del metodo di valutazione 25
4.4 Applicazione del metodo DCF 26
5. Valutazione dell'azienda 27
5.1 Situazione economica di riferimento 27
5.2 Piano economico-finanziario prospettico 31
5.2.1 Definizione assunzioni di base 31
5.2.2 Conto economico prospettico 32
5.2.3 Piano finanziario prospettico 32
5.3 Attualizzazione dei flussi di cassa futuri 33

5.4 Stima del terminal value 34
5.5 Stima del valore finale dell'azienda 35
6. Stima di confronto – metodo patrimoniale misto 35
6.1 Stima del patrimonio netto rettificato 36
6.2 Stima del valore del capitale intangibile 38
6.3 Stima del valore dell'azienda 41
7. Confronto fra le stime del valore dell'azienda 41
8. CONCLUSIONI 41

0. PREMESSE

Il sottoscritto Dott. Marco Cordaro, nato a Varese il 3 dicembre 1959, C.F. CRDMRC59T03L682D, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine di Monza e della Brianza n. 493A dal 13.02.1990 e Revisore Contabile, iscritto al Registro dei Revisori al n. 15961 con D.M. del 12/04/1995 pubblicato su G.U. n.31BIS del 21/04/1995, con studio in Desio, via Caravaggio n. 2/B, è stato incaricato dalla Dott. Marco Retazzi, nella sua qualità di Curatore della liquidazione giudiziale della società MUTEKI S.R.L., di seguito più brevemente detta anche "Società" o "MUTEKI", per la redazione di una perizia di stima dell'azienda di proprietà sociale avente ad oggetto la prestazione di servizi di portierato e guardiania non armata, di seguito più brevemente detto anche "Azienda", attualmente esercitata da SOLBRO S.P.A., di seguito più brevemente detta anche "SOLBRO", in forza di contratto di affitto sottoscritto nell'ottobre 2023.

La perizia è stata preparata sulla base dei documenti e delle informazioni fornite dalla Curatela e/o da archivi pubblici e/o dall'affittuaria dell'Azienda; tutte le informazioni sono state assunte sulla base del principio di buona fede, in base al quale sono state ritenute espressione della verità sostanziale tutte le notizie acquisite. Il presupposto è che tali informazioni, pur sottoposte a costante critica ed indagine, non abbiano la finalità di deviare il giudizio del professionista dalla conoscenza dell'effettiva situazione aziendale.

Si precisa che l'attività svolta, pur avendo comportato l'analisi di informazioni di natura economica e patrimoniale, non costituisce in alcun modo un incarico di revisione legale dei conti, né una "revisione limitata", come definite dai principi di revisione generalmente accettati in Italia o dagli International Standard on Auditing.

Conseguentemente, le situazioni contabili della Società non possono né devono essere considerate oggetto di certificazione, attestazione o revisione, neppure in forma limitata, da parte del sottoscritto, secondo l'accezione propria dei principi di revisione nazionali e internazionali.

Si evidenzia altresì che l'incarico conferito al sottoscritto non comprende, né presuppone, lo svolgimento delle seguenti attività:

- analisi e/o verifiche di natura legale, giuslavoristica, fiscale, tecnico-produttiva o ambientale relative alla Società;
- individuazione, stima o quantificazione di eventuali passività potenziali, rischi latenti e/o insussistenze patrimoniali;
- valutazioni circa l'adeguatezza, la correttezza o l'efficacia della *corporate governance*, nonché delle scelte gestionali, decisioni e dell'operato degli Amministratori, sia singolarmente sia quale organo collegiale;
- verifica dell'adeguatezza e/o sufficienza delle coperture assicurative in essere presso la Società.

Conseguentemente, il sottoscritto non assume alcuna responsabilità in merito a eventuali errori, omissioni, inesattezze o reticenze presenti nella documentazione e/o nelle informazioni ricevute, né per fatti o circostanze non portati a conoscenza o non desumibili dagli atti esaminati.
Resta inteso che la responsabilità del sottoscritto è in ogni caso limitata alla corretta esecuzione delle attività espressamente previste dall'incarico, nei limiti dell'ordinaria diligenza professionale e secondo le metodologie valutative adottate e descritte nella perizia. In particolare, il sottoscritto non risponde di:

- eventuali passività, oneri, contenziosi, pretese di terzi o rischi, anche potenziali o latenti, non risultanti dalla documentazione esibita e/o dalle scritture contabili messe a disposizione;
- eventi successivi alla data di riferimento della valutazione che possano incidere sul valore stimato e/o sulle assunzioni sottostanti, salvo che tali eventi fossero già noti o ragionevolmente conoscibili alla medesima data e siano stati rappresentati al sottoscritto;
- l'utilizzo della presente perizia per finalità diverse da quelle per le quali è stata predisposta, ovvero in contesti, operazioni o negoziazioni differenti da quelle espressamente richiamate nell'incarico;
- decisioni assunte sulla base della presente perizia, la quale costituisce un elaborato tecnico di stima e non una garanzia circa l'esito dell'operazione o l'andamento futuro della gestione.

1. LA FINALITÀ DELLA STIMA E L'OGGETTO DELL'INCARICO

La finalità della presente stima è di valutare l'azienda di pertinenza di MUTEKI in Liquidazione Giudiziale, al fine di determinare un prezzo base da proporre in vista di una prossima vendita competitiva.

1.1 Dati identificativi della società

Ragione sociale	**MUTEKI S.R.L.**			
Codice Fiscale	03529900122			
Partita IVA	03529900122			
Costituzione	Atto del 18.03.2016			
Procedure concorsuali	Liquidazione Giudiziale n.2/2025 – Sentenza di apertura del Tribunale di Monza depositata in data 07.01.2025 Giudice Delegato: Dott.ssa Tania Scanu Curatore: Dott. Marco Retazzi			
Oggetto sociale	Attività di vigilanza e guardiania			
Sede legale	Sesto San Giovanni, via Risorgimento n.35			
Capitale sociale	€ 10.000,00 interamente sottoscritto e versato			
Compagine sociale	**Quota capitale sociale**	**Valore quota**	**Nominativo**	**C.F.**
	94,00%	9.400 €	[redacted]	[redacted]
	6,00%	600 €	[redacted]	[redacted]
Organo amministrativo	Amministratore unico [redacted]			
Organo di controllo	[redacted] Revisore legale in carica sino ad approvazione del bilancio al 31.12.2026			

1.2 Il perimetro dell'Azienda oggetto della valutazione

L'Azienda oggetto della presente valutazione deve essere definita in modo puntuale con riferimento al relativo perimetro, individuando le attività e le passività che ne fanno parte e che saranno considerate ai fini estimativi. Tale precisazione si rende necessaria in quanto la Società detiene nel proprio patrimonio anche elementi attivi e passivi che non saranno ricompresi nel compendio oggetto di cessione. L'azienda oggetto di valutazione non è quindi l'originaria azienda, reduce da scelte gestionali errate e gravata da debiti che permarranno in capo alla procedura concorsuale cedente, ma il complesso di beni materiali e immateriali funzionali alla prosecuzione dell'attività d'impresa.

Il valore che verrà determinato dal sottoscritto sarà pertanto riferito all'Azienda nei limiti del perimetro come di seguito definito; resta in ogni caso fermo che l'oggetto del trasferimento integra i requisiti di azienda, intesa quale complesso di beni organizzati, coordinati e idonei al

funzionamento, comprensivo di tutti gli elementi essenziali per l'esercizio dell'attività cui è destinata e nella situazione in cui attualmente si trova.

La configurazione del perimetro aziendale oggetto di valutazione comprende, nella configurazione adottata ai fini della presente stima come sopra specificato, i seguenti elementi:

- beni ed attrezzature utilizzati nell'esercizio dell'attività e costituiti da arredamento d'ufficio e macchine elettroniche;
- contratti e rapporti con la clientela, con esclusione dei crediti commerciali di competenza della società ora in liquidazione giudiziale e dell'attuale conduttrice del contratto di affitto d'azienda;
- contratti e rapporti con i fornitori, esclusi i debiti commerciali di competenza della società ora in liquidazione giudiziale e dell'attuale conduttrice del contratto di affitto d'azienda;
- contratti di lavoro dipendente e di collaborazione continuativa (esclusi i relativi rapporti di debito/credito);

La valutazione dei beni e delle attrezzature, nonché delle rimanenze di magazzino, è stata effettuata dal perito Christian Moriggi, che ha redatto una perizia di stima, secondo i criteri meglio dettagliati al paragrafo 5.1, trasmessa al sottoscritto dalla Curatela. Al fine dell'individuazione del completo elenco dei beni materiali compresi nel perimetro aziendale oggetto della presente valutazione, è stato inoltre effettuato un accesso presso gli uffici di Cesano Maderno ove operava la MUTEKI e che ora sono in uso alla SOLBRO S.P.A.; al riguardo si rimanda al paragrafo 6.1 del presente documento.

1.3 Continuità dell'attività aziendale

L'azienda oggetto di stima è attualmente in funzionamento, in quanto concesso in affitto senza soluzione di continuità alla SOLBRO S.P.A..

Il contratto di affitto tra MUTEKI a SOLBRO è stato stipulato in data 27.10 2023, autenticato dal Dott. Stefano Venezia, Notaio in Bresso (MI). Il contratto, tuttora in corso, prevede un canone annuo di € 36.000 oltre iva ed una durata di due anni, con tacito rinnovo di anno in anno, salvo disdetta da inviarsi da una delle due parti almeno novanta giorni prima della scadenza.

L'attività svolta da SOLBRO rova sostanziale origine nell'acquisizione in affitto dell'azienda di MUTEKI; la società cedente ha infatti trasferito in godimento un complesso organizzato di beni e rapporti giuridici funzionale all'erogazione di servizi di portierato e guardiania ad una società costituita solo pochi giorni prima.

Questo aspetto e la commistione di ruoli e figure fra le due società (l'amministratore unico di SOLBRO è stato amministratore delegato di MUTEKI sino a poco prima della sottoscrizione del contratto di affitto d'azienda, nonché fratello del principale socio di MUTEKI), suggeriscono che l'attività svolta dalla nuova società non costituisca nei fatti una realtà imprenditoriale autonoma

ed originale, bensì la prosecuzione materiale di quella precedentemente esercitata dalla cedente. A sostegno di questa posizione vi sono ulteriori elementi:

- continuità della forza lavoro: il trasferimento dell'intero personale operativo alla nuova società costituisce il primo e più significativo indice di continuità. Nel settore dei servizi *labour intensive* quale quello della vigilanza e del portierato e non vi sono macchinari complessi né brevetti; il valore economico dell'azienda risiede primariamente nelle persone, nelle loro competenze e nelle loro relazioni con la clientela. Il trasferimento dell'intera compagine lavorativa equivale, pertanto, al trasferimento del nucleo essenziale dell'attività;
- continuità del management: la permanenza della medesima figura dirigenziale rafforza ulteriormente la tesi della prosecuzione, in quanto il soggetto che adotta le decisioni strategiche, gestisce i rapporti commerciali e coordina l'erogazione dei servizi sono gli stessi. Ciò esclude qualsiasi discontinuità nella direzione imprenditoriale e, pertanto, la costituzione di una nuova entità giuridica non ha determinato alcun cambiamento nella guida operativa sostanziale;
- prosecuzione dei contratti preesistenti: la continuità dei rapporti con la clientela rappresenta un elemento fondamentale di pressoché tutti i contratti di affitto di aziende o di rami aziendali e, inevitabilmente, costituisce un elemento di forte continuità fra cedente e cessionario di fronte al mercato;
- acquisizione di nuovi contratti: il fatto che la SOLBRO, successivamente all'affitto dell'azienda, abbia sottoscritto nuovi contratti non contraddice la tesi della prosecuzione, anzi la corrobora. L'acquisizione di nuova clientela è avvenuta:
  - grazie, almeno inizialmente, alla reputazione e all'avviamento maturati da MUTEKI;
  - attraverso una struttura commerciale, un know-how e una rete di relazioni che erano già nella disponibilità della cedente al momento dell'affitto;
  - in un contesto di operatività continuativa, senza soluzione di continuità rispetto al periodo precedente;
- il consolidamento della continuità: il periodo trascorso dall'avvio dell'affitto costituisce un ulteriore argomento a favore della tesi in quanto, in questo arco temporale:
  - la SOLBRO non ha costruito un'identità imprenditoriale propria distinta da quella ricevuta in affitto, ma piuttosto ha gestito e sviluppato l'azienda di MUTEKI;
  - a fronte di un fatturato sostanzialmente analogo, l'acquisizione di nuovi contratti deve essere considerata come una normale conseguenza del turn over della clientela e non come uno sviluppo vero e proprio dell'attività.

Si può pertanto ritenere che l'espansione commerciale, lungi dal dimostrare l'autonomia della nuova società, dimostra la vitalità dell'azienda affittata e la capacità della cedente di trasferirne

integralmente il potenziale. La società affittuaria è, nei fatti, la stessa impresa sotto una diversa denominazione societaria; si ritiene che quanto sopra esposto rappresentino elementi rilevanti e convergenti nell'affermare che lo svolgimento dell'attività da parte di due soggetti giuridici differenti è un dato meramente anagrafico, che non riflette alcuna discontinuità reale nell'esercizio dell'attività economica.

A conferma di quanto sopra esposto vi è anche quanto emerso dall'analisi delle fatture di vendita emesse da SOLBRO sino al I trimestre 2026. È stato infatti acquisito l'elenco delle fatture emesse dalla conduttrice dell'azienda in affitto ed è stato riscontrato che la maggior parte degli importi fatturati si riferisce a prestazioni rese a favore di clienti che già usufruivano di prestazione rese da MUTEKI; tale percentuale è poi naturalmente scesa con l'avanzare degli esercizi, a causa della cessazione di alcuni dei contratti già sottoscritti da MUTEKI e dalla sottoscrizione da parte di SOLBRO di contratti con nuovi clienti.

Esercizio	Imponibile fatturato	Clienti MUTEKI proseguiti in SOLBRO	Clienti non precedentemente MUTEKI	% riconducibile a MUTEKI
2023	385.757,43	384.192,43	1.565,00	99,59%
2024	5.920.508,61	5.105.776,15	814.732,46	86,24%
2025	3.748.418,38	2.038.972,12	1.709.446,26	54,40%
2026	776.010,17	516.691,72	259.318,45	66,58%
TOTALE	**10.830.694,59**	**8.045.632,42**	**2.785.062,17**	

Per quanto sopra esposto, si ritiene che SOLBRO sia stata costituita per proseguire l'attività di MUTEKI e, pertanto, non può che essere considerata una sua derivazione che, seppur dotata di una personalità giuridica autonoma, trova gli elementi fondanti il proprio sviluppo in ciò che ha acquisito, temporaneamente, con il contratto di affitto. In altri termini, l'attività sviluppata da MUTEKI ha contribuito in maniera essenziale, rappresentandone uno degli elementi principali, alla costituzione ed allo sviluppo di SOLBRO.

1.4 La documentazione esaminata

Il sottoscritto ha ottenuto dalla Curatela i documenti di seguito elencati:

- bilanci di esercizio di MUTEKI S.R.L. per gli esercizi 2021, 2022 e 2023;
- situazione patrimoniale ed economica di MUTEKI S.R.L. al 24.07.2024;
- bilanci di esercizio di SOLBRO S.P.A. per gli esercizi 2023 e 2024;
- situazione patrimoniale ed economica di SOLBRO S.P.A. al 31.12.2025;
- schede contabili di MUTEKI S.R.L. dal 2022 al 2024;
- libro cespiti di MUTEKI S.R.L. per gli esercizi 2022, 2023 e 2024;
- libro cespiti di SOLBRO S.P.A. l'esercizio 2025;

- contratto di affitto d'azienda a SOLBRO S.P.A. del 26.10.2023;
- copia dei contratti trasferiti con il contratto di affitto d'azienda;
- schede contabili clienti di SOLBRO S.P.A. limitatamente ai contratti trasferiti con il contratto di affitto d'azienda;
- verbale di inventario redatto dal Curatore del fallimento MUTEKI S.R.L. in data 04.02.2025;
- perizia di stima dei beni mobili di proprietà della L.G. MUTEKI S.R.L. redatta dal perito Christian Moriggi;
- elenco del personale di SOLBRO S.P.A. limitato ai dipendenti transitati nell'ambito del contratto di affitto d'azienda;
- copia fatture di vendita di SOLBRO S.P.A. per gli esercizi 2023, 2024, 2025 e I trimestre 2026;
- visura storica al 12.11.2025 di MUTEKI S.R.L.;
- visura storica al 12.11.2025 di SOLBRO S.P.A.;

Il sottoscritto ha effettuato, unitamente al Curatore, un accesso presso gli uffici di SOLBRO in Milano, avvenuto in data 16.01.2026, ed un accesso presso l'unità locale di Cesano Maderno, avvenuto in data 29.01.2026.
L'analisi della documentazione e delle informazioni sopra richiamate è stata ulteriormente integrata mediante l'esame di ulteriori documenti, nonché tramite ricerche di mercato e l'acquisizione di dati e notizie provenienti da fonti e archivi pubblici ritenuti attendibili e pertinenti rispetto alle finalità dell'incarico.

2. INTRODUZIONE AL SETTORE

Il comparto dei servizi di guardiania e portierato rappresenta uno dei segmenti più dinamici dell'economia dei servizi alle imprese e ai privati in Italia; si tratta di attività che rientrano nella più ampia categoria della sicurezza privata e dei servizi fiduciari, un universo articolato che comprende tanto la vigilanza armata e non armata quanto le funzioni di accoglienza, presidio fisso, controllo degli accessi e custodia di beni mobili e immobili.
Il quadro normativo di riferimento è definito dalla legge 133/1991 e dal Testo Unico delle Leggi di Pubblica Sicurezza (TULPS), che regolano le condizioni di accesso al mercato, i requisiti minimi degli operatori e le autorizzazioni prefettizie necessarie per svolgere attività di vigilanza privata.
Ai fini della presente perizia, è necessario focalizzare l'analisi sulle due seguenti tipologie di servizio:

- **portierato fiduciario**: servizio orientato all'accoglienza, alla reception e al controllo accessi di base. L'addetto gestisce il front desk, smista la posta e i corrieri, registra i visitatori, presidia gli ingressi e sorveglia passivamente gli ambienti segnalando eventuali anomalie. Non rientra nell'ambito del TULPS in quanto non svolge attività riservate agli istituti di vigilanza privata,

ma richiede comunque personale qualificato e formato, in quanto il portiere è il primo punto di contatto con l'esterno e riflette l'immagine dell'organizzazione committente;

- **guardiania non armata**: servizio di prevenzione e controllo della sicurezza erogato in modo organizzato, con procedure di intervento, ronde ispettive, verifiche degli allarmi, presidio di aree sensibili, gestione di eventi anomali, apertura e chiusura dei siti. Pur senza l'utilizzo di armi, rientra nel concetto di vigilanza privata e richiede normalmente l'autorizzazione prefettizia prevista dall'articolo 134 del TULPS.

Accade spesso che i due servizi vengano combinati e che le imprese del settore offrano al cliente un servizio di portierato diurno per la gestione degli accessi e dei visitatori con guardiania serale e notturna per la sorveglianza perimetrale e la prevenzione di intrusioni, furti e atti vandalici.
Il mercato italiano della sicurezza privata ha registrato un incremento di fatturato superiore al 20% negli ultimi cinque anni raggiungendo un volume di circa 4,3 miliardi di euro, di cui circa il 57% concentrato nei dieci maggiori operatori.
Il comparto specifico del portierato e della guardiania genera un fatturato stimato tra i 2 e i 3 miliardi di euro annui, sebbene una stima precisa sia difficile in quanto i dati ufficiali aggregano spesso queste voci con altri servizi (*facility management* e sicurezza). La Lombardia, in particolare l'area metropolitana di Milano, rappresenta il mercato di gran lunga più sviluppato a livello nazionale; la presenza di grandi poli industriali, direzionali, commerciali, fieristici e logistici crea infatti una domanda strutturale di servizi di presidio e controllo che alimenta sia i grandi istituti nazionali sia gli operatori medi e piccoli.

2.1 Offerta – Il tessuto delle piccole e medie imprese

La componente più numerosa e articolata del mercato è rappresentata dalle piccole e medie imprese (PMI), cooperative e società a responsabilità limitata che operano a livello locale o regionale. Si tratta di un segmento estremamente variegato, che include realtà con pochi dipendenti che servono principalmente condomini, piccole aziende e uffici, fino a imprese strutturate con decine di addetti che competono per commesse di medie dimensioni nel mercato privato e, talvolta, in quello pubblico attraverso raggruppamenti temporanei di imprese (RTI).
Nello specifico contesto di mercato, la flessibilità di questa tipologia di impresa ha consentito spesso lo sviluppo di fattori specifici che, spesso, rappresentano la fonte di un vantaggio competitivo sulla concorrenza, specialmente da parte dei maggiori operatori del settore:

- specializzazione per nicchie di mercato: molti operatori hanno sviluppato competenze specifiche in particolari segmenti (guardiania per cantieri edili, presidio di aree industriali e logistiche, portierato per condomini di pregio, sicurezza per eventi fieristici e culturali, servizi per strutture sanitarie e socio-assistenziali). Questa specializzazione consente di competere

con i grandi operatori su terreni dove la conoscenza del cliente e la flessibilità del servizio valgono più delle economie di scala;

- prossimità territoriale: la capacità di intervenire rapidamente, la conoscenza del contesto locale e la relazione diretta con il committente sono fattori di fidelizzazione potenti, specialmente nei segmenti in cui la continuità del personale è apprezzata. Molte PMI costruiscono la loro reputazione su referenze di vicinato e sul passaparola tra associazioni di categoria, condomini e PMI locali;
- flessibilità contrattuale: le piccole imprese sono spesso in grado di proporre soluzioni personalizzate, modulando le ore di presidio, i profili degli addetti e i servizi accessori in modo più agile rispetto alle strutture burocraticamente più rigide dei grandi istituti;
- pressione sui costi: il settore è soggetto a una pressione competitiva sui prezzi spesso molto intensa, che in alcuni casi sfocia in offerte al di sotto dei costi di mercato sostenibili mediante il ricorso a rapporti di lavoro non regolarizzati.

2.2 Domanda – I principali segmenti

La domanda di servizi di guardiania e portierato si articola in segmenti con caratteristiche e dinamiche molto differenti:

- grandi siti produttivi e logistici: le aree industriali e i poli logistici esprimono una domanda stabile e strutturata di guardiania, con presidio fisso H24 e controllo degli accessi sia pedonali che veicolari. Si tratta di commesse di rilievo, spesso assegnate tramite procedure di gara e tendenzialmente contese tra i grandi operatori nazionali. Tuttavia, le realtà produttive di medie dimensioni (fatturato tra 10 e 50 milioni di euro) rappresentano un bacino significativo per i player di medie dimensioni, con contratti annuali o pluriennali;
- uffici direzionali e centri business: generano una domanda elevata di portierato fiduciario con connotazione rappresentativa. In questi contesti il portiere non è solo un presidio di sicurezza, ma un'interfaccia con clienti, visitatori e fornitori;
- grande distribuzione organizzata e retail: supermercati, centri commerciali e punti vendita di medie dimensioni richiedono servizi di controllo accessi e antitaccheggio con presidio fisso. È un segmento caratterizzato da turni frazionati, alta variabilità stagionale e orari spesso disagiati (serali e festivi), che rende complessa la gestione del personale e favorisce gli operatori locali più flessibili;
- patrimonio residenziale condominiale: i condomini di pregio delle grandi città esprimono una domanda crescente di servizi di portierato qualificato ed i costi di gestione di un portiere diretto (retribuzione, contributi, TFR, sostituzione in caso di malattia o ferie) spingono molti condomini a esternalizzare il servizio a operatori specializzati, con un contratto di servizio più flessibile;

- settore sanitario e socio-assistenziale: ospedali, cliniche, RSA e strutture sociosanitarie richiedono servizi di portierato con competenze specifiche che richiedono formazione specializzata e standard qualitativi elevati.
- fiere, eventi e manifestazioni: domanda ciclica ma molto significativa di servizi di presidio e controllo accessi. Si tratta di commesse temporanee ad alta intensità.

2.3 Dinamiche di acquisto e criteri di selezione

Le modalità con cui le organizzazioni committenti selezionano i fornitori di guardiania e portierato variano sensibilmente in funzione delle dimensioni e della tipologia del cliente.

Le grandi aziende e gli enti pubblici ricorrono quasi sempre a procedure formali di gara (con invito o aperta), con capitolati tecnici dettagliati, requisiti di qualificazione, criteri decisionali che tengono conto di prezzo e qualità. In questi contesti le PMI possono partecipare attraverso la costituzione di raggruppamenti temporanei di imprese (RTI) o come subappaltatori di un operatore principale, spesso un grande istituto nazionale.

Le medie e piccole imprese private privilegiano invece una selezione informale basata su referenze, conoscenza personale e confronto di preventivi. In questo segmento la reputazione locale e la stabilità del personale assegnato sono fattori decisivi, spesso più rilevanti del prezzo.

I condomini, infine, delegano tipicamente la selezione all'amministratore di condominio, che tende a preferire fornitori già conosciuti o segnalati da altri amministratori del portafoglio. È un mercato relazionale, dove la presenza attiva nelle reti di amministratori condominiali rappresenta il principale canale di acquisizione per gli operatori specializzati.

La pressione sui prezzi è particolarmente intensa nel segmento delle gare pubbliche, dove il criterio del prezzo più basso tende a dominare nelle stazioni appaltanti meno attrezzate, e nel mercato dei piccoli condomini, dove l'approccio del massimo ribasso è frequente. In questi contesti, operatori che fanno concorrenza sleale attraverso l'applicazione di contratti collettivi di comodo o l'utilizzo improprio di forme di lavoro flessibile si trovano spesso in posizione di vantaggio.

2.4 Prospettive di sviluppo del mercato[1]

Le tendenze in atto suggeriscono che il mercato della guardiania e del portierato continuerà a crescere nei prossimi anni, pur attraverso significative trasformazioni nella struttura competitiva

[1] Fonti:
ConFederSicurezza — Osservatorio 2023: https://www.vigilanzaprivataonline.com/muh/wp-content/uploads/2024/01/OSSERVATORIO-CONFEDERSICUREZZA-2023.pdf
MilanoFinanza – Stampa specializzata: https://www.milanofinanza.it/news/il-mercato-della-vigilanza-privata-in-italia-presente-e-futuro-di-un-settore-in-ascesa-202509041033562102;
Bness.com – Analisi di mercato: https://www.bsness.com/analisi-di-mercato/analisi-mercato-vigilanza-privata;
Global Growth Insights - Report: https://www.globalgrowthinsights.com/it/market-reports/private-security-market-121830;

e nei modelli di erogazione del servizio anche grazie all'introduzione e diffusione di nuove tecnologie.

Sul fronte della domanda, la persistente crescita del settore immobiliare direzionale e residenziale di pregio, soprattutto nell'area metropolitana milanese, lo sviluppo dei poli logistici nell'hinterland e l'espansione del tessuto produttivo manifatturiero alimenteranno una domanda strutturalmente sostenuta.

Sul fronte dell'offerta, la concentrazione del mercato subirà una presumibile accelerazione, con i grandi player che presumibilmente acquisiranno operatori di medie dimensioni per consolidare posizioni geografiche e portafogli clienti; in questa situazione, le imprese di minori dimensioni che sapranno costruire una specializzazione riconoscibile, investire nella qualità del personale e adottare strumenti digitali di supporto operativo potranno ritagliarsi nicchie profittevoli anche in un contesto sempre più competitivo.

La tecnologia rappresenta probabilmente il principale driver di cambiamento e di futuro successo nel mutevole contesto competitivo del settore, nella misura in cui renderà possibile offrire nuovi servizi, migliorare la qualità di quelli già offerti e contenere e razionalizzare i costi. È già in atto una profonda trasformazione tecnologica, che sta gradualmente ridisegnando i modelli di servizio, i profili professionali richiesti e le dinamiche competitive. Le principali tendenze in atto riguardano:

- la diffusione di sistemi di videosorveglianza ad alta definizione, con analisi video intelligente basata su algoritmi di intelligenza artificiale, per la rilevazione automatica di comportamenti anomali, intrusioni e tentativi di furto in tempo reale;
- servizi di guardiania virtuale in telepresenza, in cui operatori collocati in centrali operative gestiscono da remoto gli accessi, interagiscono con i visitatori attraverso videocitofoni e altoparlanti bidirezionali, attivano protocolli di emergenza e coordinano l'intervento delle forze dell'ordine o dei mezzi di soccorso;
- l'introduzione di sistemi biometrici di controllo degli accessi, come sistemi di riconoscimento facciale, di scansione delle impronte digitali e di lettura dei badge contactless. L'integrazione di questi sistemi con le piattaforme di gestione del personale e dei visitatori aumenta la tracciabilità degli accessi e riduce i margini di errore o di elusione del controllo;
- introduzione di App e portali digitali per il portierato condominiale, che offrono ai residenti varie utilità (notifiche per i pacchi in arrivo, prenotazione di servizi di concierge, segnalazione di guasti e comunicazione con il personale di presidio).

VigilPro – Analisi settoriale: *https://vigilpro.it/servizi-di-vigilanza-non-armata*

3. Inquadramento di MUTEKI S.R.L.

MUTEKI S.R.L. è stata costituita nel 2016 ed aveva quale oggetto sociale l'offerta di servizi di portierato e guardiania non armata ad operatori economici, commerciali ed industriali, generando un fatturato significativo, con ricavi sostanzialmente superiori ai 5 milioni di euro.

La società è sostanzialmente inattiva dall'ottobre 2023, a seguito della cessione in affitto d'azienda alla SOLBRO S.P.A., società costituita pochi giorni prima la sottoscrizione del contratto di affitto ed il cui amministratore unico risulta essere [redacted], già socio di maggioranza di MUTEKI.

Poco più di un anno dopo la definizione della cessione in affitto dell'azienda, il Tribunale di Monza, con sentenza depositata il 07.01.2025, ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale di MUTEKI, rilevando uno stato di insolvenza sulla base di una serie di elementi fra cui:

- le diverse iniziative giudiziarie per la declaratoria di liquidazione giudiziale intraprese dai lavoratori
- dalla consistenza del debito erariale;
- dalla situazione di sostanziale inattività, come rilevato dalla Guardia di Finanza secondo cui l'attività aziendale della MUTEKI è di fatto cessata nell'ottobre 2023 con la stipula del contratto d'affitto dell'azienda in favore della società SOLBRO alla quale sono stati trasferiti tutti i contratti in essere, gli automezzi e le posizioni lavorative;
- dall'esigua consistenza delle disponibilità liquide, che dal bilancio 2023 ammontavano ad € 79.326,00 a fronte di debiti per a € 5.049.727.

3.1 Sede, organizzazione e assetto dimensionale

La società, che aveva sede legale in Milano, aveva la propria sede operativa in Cesano Maderno (MI), Via Roma n.26/A anche se l'attività veniva materialmente svolta presso le sedi dei clienti.

Con la cessione in affitto dell'azienda a SOLBRO la società ha cessato di operare ed alla data di apertura della liquidazione giudiziale risultava, di fatto, inattiva.

A causa della specifica attività, la società aveva in carico un numero significativo di dipendenti, n.169 alla data del trasferimento in affitto dell'azienda, tutti trasferiti a SOLBRO.

3.2 Analisi SWOT

L'azienda di MUTEKI si inserisce con una dimensione operativa medio piccola nel settore dei servizi fiduciari, di cui sembra riflettere le principali caratteristiche.

I tipici punti di forza delle aziende analoghe sono rappresentati dalla capacità di adattarsi alle richieste dei clienti, allo sviluppo di una relazione diretta con il cliente nonché alla conoscenza del territorio ed alla possibilità di sviluppare una forte riconoscibilità reputazionale.

In particolare la flessibilità organizzativa rappresenta un fattore fondamentale, in quanto la capacità di adattamento consente di gestire emergenze, sostituzioni improvvise o richieste

particolari con maggiore rapidità, creando nel cliente la percezione di una maggior vicinanza alle proprie necessità operative quotidiane; questa percezione viene ulteriormente rafforzata dal fatto che, tipicamente, è il titolare o il responsabile operativo a seguire direttamente gli appalti, effettuare sopralluoghi e mantenere un contatto costante con il committente.

Tra le principali criticità emergono i) la forte pressione competitiva sui prezzi, che può limitare significativamente la redditività e generare tensioni finanziarie, ii) l'elevato turnover del personale ed i costi di formazione iii) la dipendenza da pochi clienti e iv) la difficoltà di accesso ai bandi pubblici.

Non mancano le possibilità di sviluppo, guidate dalla crescente percezione di insicurezza nei contesti urbani e dalla progressiva diffusione di modelli di lavoro ibrido che hanno aumentato la complessità della gestione degli accessi nelle sedi aziendali. Peraltro anche il mercato del portierato condominiale nel contesto milanese è in particolare crescita, trainato dall'aumento degli immobili residenziali di fascia alta privi di portiere tradizionale. La tendenza dei committenti a ridurre il numero di fornitori e a preferire operatori in grado di offrire un pacchetto integrato di servizi, con una crescente attenzione alla qualità dei servizi, si riflette sulla possibilità di margini migliori rispetto all'attività standard; attività quali il portierato di lusso per i condomini di pregio, il concierge service per strutture ricettive e business center, la gestione degli accessi in particolari siti, la sicurezza per eventi di alto profilo rappresentano segmenti di attività in cui una piccola impresa specializzata può competere efficacemente facendo leva sulla qualità del personale e sulla personalizzazione del servizio.

S — Punti di forza *(Strengths)* • Prossimità e conoscenza del territorio locale • Flessibilità operativa • Rapporto diretto e fiduciario con il committente • Reattività e tempi di risposta veloci • Personalizzazione del servizio • Specializzazione in nicchie e segmenti locali • Fidelizzazione tramite referenze e passaparola • Integrazione con servizi accessori	**W — Punti di debolezza** *(Weaknesses)* • Difficoltà di accesso alle gare pubbliche • Capitali limitati per investimenti tecnologici • Alto turnover del personale operativo • Difficoltà nella sostituzione del personale • Margini ridotti e forte pressione sul prezzo • Assenza di ufficio HR strutturato • Dipendenza da pochi clienti chiave
O — Opportunità *(Opportunities)* • Crescita del portierato condominiale di pregio • Domanda crescente dal settore sanitario e RSA • Polo fieristico: nord Italia hub nazionale eventi • Modelli ibridi: presidio fisico e telepresenza • Nicchie ad alto valore (*luxury, pharma, biotech*) • App e portali digitali per il portierato condominiale • Partnership con integratori tecnologici • RTI per accesso ai bandi pubblici • Espansione della logistica	**T — Minacce** *(Threats)* • Acquisizioni da parte dei grandi player nazionali • Dumping da operatori non conformi al CCNL • Guardiania virtuale che riduce il presidio fisico • Gare al massimo ribasso nel settore pubblico • Aumento strutturale del costo del lavoro • Difficoltà crescenti nel reclutamento • Concentrazione della domanda su pochi operatori • Scarse barriere all'entrata nel settore

4. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

In linea generale, il procedimento di valutazione dell'azienda richiede innanzitutto di individuare quale o quali metodi di valutazione adottare.

I metodi utilizzati più comunemente dalla prassi professionale sono:

- i metodi finanziari, che si ispirano al concetto generale secondo il quale il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa è in condizione di generare in futuro;
- il metodo patrimoniale, che esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto;
- il metodo reddituale, che ravvisa nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione;
- il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma del capitale intangibile, che ha trovato largo utilizzo nella pratica, oltre a diffusi consensi nella dottrina poiché riesce a considerare contemporaneamente gli aspetti patrimoniali e reddituali, evidenziando così sia una valutazione obiettiva e verificabile sia una stima de capitale intangibile;
- i metodi di valutazione dei multipli di mercato, che si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo praticato in scambi in beni similari avvenuti nel recente passato.

4.1 Considerazioni sulla contabilità di MUTEKI S.R.L. e SOLBRO S.P.A.

Nell'ambito di qualsiasi attività di stima del valore aziendale, la qualità e l'attendibilità dei dati contabili utilizzati come base informativa costituiscono un presupposto fondamentale e imprescindibile. Il processo valutativo, indipendentemente dalla metodologia adottata, poggia necessariamente su grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie che devono rispecchiare con fedeltà la realtà aziendale oggetto di analisi. Laddove tale corrispondenza venga meno, o vi siano fondati elementi per dubitarne, le risultanze di qualsiasi modello valutativo perdono di significatività e rischiano di condurre a conclusioni fuorvianti, non rappresentative del reale valore dell'azienda. È dunque nel rispetto dei principi di correttezza metodologica e di prudenza valutativa che si rende necessario svolgere, in via preliminare, alcune considerazioni critiche sull'attendibilità della documentazione contabile di entrambe le società oggetto del presente incarico: MUTEKI e SOLBRO.

4.1.1 MUTEKI S.R.L.: il giudizio di attendibilità

Dalle informazioni assunte, MUTEKI è stata oggetto di verifica fiscale condotta dalla Guardia di Finanza – Comando Provinciale di Varese, confluita nel PVC del 06.11.2020, redatto sulla base degli elementi emersi nel procedimento penale n. 2457/2019 della Procura della Repubblica di

Varese (operazione "*evasion agencies*"). Da tale verifica sarebbe emerso che la società registrava in contabilità fatture passive relative a operazioni soggettivamente e/o oggettivamente inesistenti, oltre a corrispondere a propri dipendenti compensi non transitati dalle ordinarie risultanze contabili e retributive.
Gli esiti del PVC sono stati recepiti dall'Agenzia delle Entrate in distinti avvisi di accertamento, impugnati da MUTEKI e rigettati dalla Corte di Giustizia Tributaria di I grado di Milano con sentenza n. 2983/2024 dell'8 luglio 2024, attualmente sub iudice in sede di appello.

Implicazioni sulla rappresentatività del bilancio

Tali elementi, sebbene non ancora definitivi sotto il profilo tributario, assumono rilievo significativo ai fini della presente analisi, in quanto idonei a incidere sulla rappresentatività complessiva del dato contabile di MUTEKI.
La contestazione relativa a fatture passive per operazioni inesistenti comporterebbe che una parte dei costi esposti in bilancio, per gli esercizi interessati dalla verifica, non corrisponda a effettive prestazioni ricevute dalla società. Ove tale ricostruzione fosse confermata, il risultato economico storico riportato in bilancio risulterebbe, per tale componente, sottostimato rispetto al risultato economico effettivamente conseguito: l'elisione dei costi fittizi comporterebbe, a parità di altre condizioni, un incremento dell'utile (o una riduzione della perdita) rispetto a quanto formalmente rappresentato.
Contestualmente, la contestazione relativa a compensi corrisposti a dipendenti "fuori busta" comporterebbe l'esistenza di costi del personale effettivamente sostenuti ma non contabilizzati, con un effetto di segno opposto: il risultato economico storico risulterebbe, per tale componente, sovrastimato rispetto a quello effettivo, in quanto non recepirebbe un costo realmente sopportato dalla società.
I due fenomeni, ove confermati, opererebbero quindi in direzioni opposte sul risultato economico, senza che possa presumersi una loro automatica compensazione, né per importo né per distribuzione temporale tra gli esercizi. A prescindere dall'effetto sui dati economici e sulle marginalità, ciò che rileva in questa sede è la mera circostanza che la contabilità di MUTEKI sia stata oggetto, per più esercizi, di rilievi di tale natura e portata da parte della Guardia di Finanza, che questi siano stati recepiti dall'Agenzia delle Entrate in distinti avvisi di accertamento e che, infine, siano stati ritenuti fondati, sia pure in primo grado, dalla Corte di Giustizia Tributaria di Milano. Questa catena di elementi costituisce, di per sé, un elemento che apre seri dubbi sull'attendibilità complessiva delle risultanze contabili come strumento rappresentativo dell'effettiva situazione economica della società.
Da quanto sopra consegue un'implicazione diretta e immediata sulla scelta del metodo valutativo: stante l'attuale significativa incertezza sull'attendibilità della contabilità di MUTEKI,

l'utilizzo di metodologie che fondino la propria architettura analitica sui dati contabili della società non appare metodologicamente corretto né, tantomeno, in grado di produrre stime dotate di reale significatività. Affidarsi a una base informativa non inequivocabilmente attendibile significherebbe introdurre nel processo valutativo un elemento di distorsione strutturale, tale da inficiare ab origine qualsiasi risultato, indipendentemente dalla raffinatezza del modello impiegato. In coerenza con i principi di diligenza professionale che devono guidare l'attività del valutatore, il sottoscritto ha pertanto ritenuto di non poter fare affidamento sui dati contabili di MUTEKI come fonte primaria di informazione ai fini della stima, orientando conseguentemente la propria analisi verso elementi informativi alternativi, ritenuti più idonei a rappresentare il valore effettivo dell'azienda.

Implicazioni metodologiche

L'insieme di tali circostanze induce a ritenere che metodologie valutative la cui architettura analitica si fondi in modo diretto e acritico sui dati storici di bilancio – si pensi, a titolo esemplificativo, ai metodi reddituali o misti patrimoniali-reddituali basati sulla normalizzazione dei risultati economici degli ultimi esercizi, ovvero ai metodi finanziari fondati sulla proiezione di flussi di cassa derivati da serie storiche di bilancio – risentirebbero in modo diretto delle criticità sopra esposte, con il rischio di restituire stime non rappresentative del reale valore dell'azienda, indipendentemente dal rigore tecnico-formale con cui tali metodi vengano applicati.

Si è pertanto ritenuto opportuno, in coerenza con i principi di diligenza professionale che devono guidare l'attività del valutatore, privilegiare:

- un approccio patrimoniale, fondato sulla stima diretta delle singole attività e passività aziendali sulla base di elementi di riscontro esterni rispetto alla contabilità ordinaria (perizie di stima, valori di mercato, documentazione extracontabile acquisita agli atti del procedimento), ove disponibili;
- e/o l'utilizzo di dati contabili rettificati, depurati – nei limiti delle informazioni disponibili al sottoscritto – degli effetti distorsivi sopra descritti, con esplicita evidenziazione delle ipotesi di rettifica adottate e della loro derivazione dagli atti del procedimento.

Resta inteso che gli esiti del giudizio di appello potranno incidere sulla quantificazione definitiva delle passività fiscali sopra richiamate, e che le considerazioni svolte nel presente elaborato sono formulate allo stato degli atti.

4.1.2 SOLBRO S.P.A.: assenza di documentazione contabile

La situazione relativa a SOLBRO presenta caratteristiche differenti, ma non per questo meno rilevanti sotto il profilo metodologico. In questo caso, la questione non riguarda l'esistenza di un giudizio negativo già formulato da un soggetto terzo qualificato, bensì l'impossibilità materiale, per il sottoscritto, di effettuare qualsiasi valutazione autonoma sull'attendibilità della contabilità

societaria, in ragione della mancata disponibilità della relativa documentazione. Il sottoscritto non è infatti in possesso dei libri e delle scritture contabili di SOLBRO, circostanza che preclude qualsiasi analisi diretta delle grandezze di bilancio e, conseguentemente, qualsiasi espressione di un giudizio, positivo o negativo, sulla loro correttezza e affidabilità.
Va inoltre sottolineato, in via di principio generale, che l'incarico conferito al sottoscritto non costituisce, né nella forma né nella sostanza, un incarico di revisione legale dei conti ai sensi della normativa vigente. Il presente incarico di valutazione, pur avendo necessariamente comportato l'analisi di informazioni di natura economica e patrimoniale, funzionali alla comprensione del contesto aziendale e all'orientamento nella scelta del metodo valutativo, non incorpora, né avrebbe potuto incorporare, le verifiche tipiche di un audit contabile. Ne deriva che l'espressione di qualsivoglia giudizio formale sull'attendibilità e sulla correttezza della contabilità di SOLBRO esulerebbe dall'oggetto e dall'ambito del presente incarico professionale.

4.1.3 Necessità di coerenza metodologica nella metodologia valutativa

Fermo quanto sopra esposto in ordine alle rispettive specificità, il sottoscritto ha ritenuto opportuno adottare, anche con riferimento ai dati di SOLBRO, un approccio metodologico ispirato al medesimo principio di cautela che ha guidato il trattamento dei dati contabili di MUTEKI. Pur non essendovi per SOLBRO alcun giudizio esplicito di non attendibilità e pur non essendo possibile, per le ragioni sopra esposte, formularne uno in questa sede, la situazione di oggettiva incertezza informativa che caratterizza la disponibilità dei dati contabili di tale società non consente di attribuire agli stessi un grado di affidabilità tale da farne il fondamento esclusivo del processo valutativo. In altre parole: se per MUTEKI l'attendibilità del dato contabile è un elemento messo in forte discussione dagli accertamenti della GdF, per SOLBRO essa non può essere né confermata né esclusa, e questa condizione di indeterminatezza è di per sé sufficiente a sconsigliare un utilizzo acritico dei relativi dati contabili come unica fonte informativa. La coerenza metodologica impone dunque di trattare con analoga prudenza entrambe le situazioni, ancorché per ragioni differenti: nel caso di MUTEKI, per effetto della dubbia affidabilità già illustrata; nel caso di SOLBRO, in ragione dell'impossibilità di verificare l'attendibilità dei dati disponibili e del conseguente rischio di fondare la valutazione su una base informativa incerta. Tale approccio, lungi dal rappresentare una limitazione arbitraria, si configura invece come una scelta metodologicamente rigorosa, coerente con i principi di prudenza e correttezza che devono presiedere a qualsiasi attività di stima del valore aziendale in contesti caratterizzati da significative asimmetrie informative.

Criteri di definizione del set di dati aziendali

Appare pertanto necessario l'adozione di un approccio valutativo alternativo, che consenta di pervenire a stime dotate di reale significatività pur in assenza di una base contabile pienamente

affidabile. A tal fine, si è ritenuto opportuno costruire un apposito set di dati *ad hoc*, elaborato attraverso un processo di ibridazione tra le informazioni di natura economica direttamente riconducibili all'azienda oggetto di valutazione e le percentuali di settore relative alla struttura dei costi e ai principali risultati economici intermedi, ricavate dall'analisi di un campione rappresentativo di imprese comparabili operanti nel medesimo contesto di mercato.

La logica sottostante a tale approccio risiede nella necessità di bilanciare due esigenze tra loro complementari: da un lato, ancorare la valutazione a dati specifici e direttamente riferibili all'azienda analizzata, evitando di procedere a stime puramente astratte o avulse dalla realtà operativa; dall'altro, neutralizzare il rischio di distorsioni derivante dall'utilizzo di grandezze contabili la cui affidabilità è, per le ragioni già esposte, compromessa o comunque non verificabile. L'ibridazione tra dati aziendali selezionati e parametri settoriali rappresenta pertanto una soluzione tecnica che consente di preservare il collegamento con la specificità di ciascuna realtà aziendale, ricorrendo nel contempo a riferimenti esterni oggettivi per la stima delle componenti di costo e dei margini intermedi.

Il fulcro del set di dati costruito è rappresentato dai ricavi delle due società, assunti quale grandezza base del processo valutativo; la scelta di privilegiare i ricavi rispetto ad altre grandezze di bilancio non è casuale, ma risponde a precise considerazioni di ordine metodologico. I ricavi costituiscono, nella generalità dei casi, la voce contabile meno suscettibile di manipolazione o alterazione rispetto alle grandezze che esprimono costi, ammortamenti, accantonamenti o risultati netti, le quali sono invece maggiormente esposte a politiche di bilancio discrezionali e a possibili distorsioni nella rappresentazione della realtà aziendale. In un contesto in cui l'attendibilità complessiva della contabilità è messa in discussione, i ricavi offrono dunque un punto di riferimento relativamente più solido rispetto alle altre componenti del conto economico.

Relativamente a SOLBRO, il dato dei ricavi è stato oggetto di un processo di verifica indipendente, condotto attraverso il raffronto con i dati risultanti dagli elenchi delle fatture emesse dalla società. Tale attività di riconciliazione ha consentito di confrontare la grandezza dei ricavi dichiarata in bilancio con l'evidenza documentale delle transazioni commerciali effettivamente poste in essere, verificando la coerenza tra i due flussi informativi. L'esito positivo di tale riscontro fornisce un elemento di conforto sull'affidabilità del dato dei ricavi di SOLBRO, che può pertanto essere utilizzato con ragionevole fiducia nell'ambito del processo valutativo, pur nella consapevolezza che tale verifica non si configura come una procedura di revisione contabile in senso tecnico e non esaurisce la questione dell'attendibilità complessiva della documentazione societaria.

Le fonti dei dati di ricavo comprendono i bilanci ufficialmente depositati e pubblicati relativi agli esercizi fino al 2024, nonché la situazione economica riferita alla data del 31 dicembre 2025.

L'inclusione di quest'ultima consente di aggiornare il quadro informativo all'anno più recente disponibile, garantendo che la valutazione rifletta la realtà operativa delle società in una prospettiva quanto più vicina al momento della stima, e non si limiti a fotografare situazioni economiche ormai superate dall'evoluzione aziendale e di mercato.

Il campione di riferimento e la costruzione dei parametri settoriali

La componente settoriale è stata elaborata a partire da un campione di riferimento costituito da n. 145 società, selezionate sulla base di criteri omogenei e rappresentativi del contesto competitivo in cui opera l'azienda oggetto di valutazione. La costruzione del campione ha seguito una metodologia rigorosa, fondata sull'applicazione combinata di due criteri di selezione principali:

- il primo criterio riguarda l'attività economica svolta: sono state incluse nel campione esclusivamente le società classificate con il codice ATECO 2025 80.01.2, corrispondente al settore della vigilanza privata e che comprende anche l'attività di portierato fiduciario. L'utilizzo del codice ATECO come filtro primario garantisce l'omogeneità del campione sotto il profilo dell'attività esercitata, assicurando che i parametri settoriali ricavati dall'analisi siano effettivamente rappresentativi di imprese operanti nel medesimo comparto e soggette, pertanto, a dinamiche competitive, strutture di costo e logiche di mercato sostanzialmente comparabili;
- il secondo criterio attiene alla dimensione aziendale, misurata attraverso il fatturato: sono state selezionate le società con ricavi compresi in un intervallo tra due ed otto milioni di euro. Tale scelta risponde alla necessità di circoscrivere il campione a imprese dimensionalmente comparabili con MUTEKI e SOLBRO, evitando che la presenza di realtà aziendali significativamente più grandi o più piccole possa alterare i valori medi e mediani dei parametri settoriali, introducendo distorsioni nella stima. La definizione di un intervallo di fatturato sufficientemente ampio ha consentito di ottenere un campione numericamente significativo tale da garantire la robustezza statistica delle percentuali di settore ricavate, riducendo l'influenza di valori anomali e assicurando una rappresentazione affidabile delle tendenze strutturali del comparto.

Dall'analisi del campione così costruito sono state estratte le percentuali di incidenza dei principali aggregati di costo sui ricavi, nonché i margini relativi ai risultati economici intermedi maggiormente rilevanti ai fini valutativi. Tali parametri, applicati ai dati di ricavo specifici di ciascuna delle due società, consentono di ricostruire una rappresentazione economica delle imprese che, pur non derivando direttamente dalla loro contabilità, risulta ancorata alla realtà settoriale e dimensionale di riferimento, offrendo una base informativa metodologicamente

solida per le successive elaborazioni valutative. I dati, monetari e percentuali, sono quelli della tabella sottostante:

CAMPIONE SETTORIALE	2020		2021		2022		2023		2024		MEDIA	
	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi
Ricavi	382.465.811	100,00%	421.607.982	100,00%	451.265.725	100,00%	502.928.879	100,00%	564.861.235	100,00%	464.625.926	100,00%
EBITDA	28.997.279	7,58%	26.385.384	6,26%	27.653.599	6,13%	28.790.099	5,72%	35.030.566	6,20%	29.371.385	6,38%
Ammortamenti	-10.135.982	-2,65%	-9.460.690	-2,24%	-8.922.412	-1,98%	-9.521.895	-1,89%	-11.361.505	-2,01%	-9.880.497	-2,16%
EBIT	18.861.297	4,93%	16.924.694	4,01%	18.731.187	4,15%	19.268.204	3,83%	23.669.061	4,19%	19.490.889	4,22%
Gest. finanziaria	-1.968.073	-0,51%	-1.916.100	-0,45%	-3.577.098	-0,79%	-2.337.809	-0,46%	-2.833.922	-0,50%	-2.526.600	-0,55%
Gest. straordinaria	83.814	0,02%	113.709	0,03%	417.930	0,09%	527.147	0,10%	909.790	0,16%	410.478	0,08%
EBT	12.978.589	3,39%	15.151.603	3,59%	12.318.087	2,73%	15.004.281	2,98%	11.613.574	2,06%	13.413.227	2,95%

4.2 Criteri di scelta del metodo di valutazione

Nel caso in esame, per l'individuazione del metodo di valutazione più appropriato, è necessario tenere in considerazione i) le cause dell'insolvenza, ii) le condizioni di esercizio dell'azienda, iii) la sua attrattività ed iv) il potenziale del mercato di riferimento.

Condizioni di esercizio dell'azienda

L'azienda oggetto di valutazione è una azienda di piccole dimensioni che ha sinora operato perlopiù in favore di imprese, con un'attività che si sostanzia nell'offerta di servizi di vigilanza e guardiania presso centri commerciali, supermercati e spazi direzionali.

Nello specifico l'attività consiste nell'erogazione di servizi finalizzati alla custodia e sorveglianza di beni mobili e immobili ed al controllo degli accessi senza l'impiego di guardie giurate armate. I servizi vengono prestati sulla base di contratti di appalto o somministrazione stipulati con committenti privati, con articolazione dei turni su base giornaliera, notturna e festiva secondo le esigenze operative concordate.

Potenziale attrattivo dell'azienda

Il settore rientra nei servizi a bassa intensità tecnologica e ad alta intensità di manodopera; le barriere all'entrata sono contenute sul versante del capitale fisico, ma sono più significative sul piano normativo-amministrativo e della reputazione commerciale. La domanda è strutturalmente stabile, ancorata a obblighi contrattuali e regolamentari dei committenti.

L'analisi del potenziale attrattivo dell'azienda è funzione dei seguenti elementi:

- rarità delle capacità, delle risorse e delle competenze chiave dell'azienda: il profilo di rarità è basso in quanto le competenze operative richieste agli addetti sono standardizzate e accessibili;
- specificità/fungibilità delle attività aziendali: processi operativi sono replicabili e non incorporano know-how esclusivo e l'infrastruttura aziendale è leggera e non vincolata a

tecnologie proprietarie, facilitandone l'eventuale integrazione dell'azienda in strutture più grandi;

- presenza sul mercato e clientela: rappresenta il fattore di valore più rilevante in quanto il portafoglio clienti appare consolidato e sufficientemente diversificato, con presenza sia nel segmento dei condomini che in quello delle strutture commerciali e direzionali;
- complementarità di risorse e competenze per eventuali acquirenti strategici: l'azienda potrebbe essere significativamente interessante per eventuali acquirenti già operanti nel settore, in quanto potrebbe consentire l'espansione geografica in un territorio non presidiato, l'acquisizione del portafoglio clienti senza costi commerciali di sviluppo nonché la possibile integrazione verticale dell'offerta di servizi al cliente finale;
- stato di salute del settore: il settore presenta una stabilità strutturale, con bassa esposizione alla ciclicità. Come già segnalato al paragrafo 2.1, il settore è soggetto a una pressione competitiva sui prezzi spesso molto intensa, che in alcuni casi sfocia in offerte al di sotto dei costi di mercato sostenibili mediante il ricorso a rapporti di lavoro non regolarizzati;
- condizioni macroeconomiche generali: la domanda di servizi di presidio fisico è sufficientemente anelastica rispetto al ciclo economico, in quanto sostenuta dalla necessità strutturale dei committenti di garantire continuità operativa e sicurezza degli spazi.

Nel complesso, l'azienda presenta un profilo strategico solido ma non distintivo in senso assoluto; il suo valore è principalmente legato alla qualità dei rapporti commerciali costruiti nel tempo con i clienti ed al posizionamento in un settore con prospettive di crescita, seppur altamente competitivo.

Potenziale del mercato di riferimento.

Il settore dei servizi di portierato e della guardiania non armata nel Nord Italia presenta importanti prospettive di sviluppo, sostenute da trasformazioni economiche, sociali e organizzative che stanno modificando profondamente il modo in cui aziende, condomini e strutture private gestiscono la sicurezza e il controllo degli accessi. In un contesto caratterizzato da crescente attenzione alla prevenzione, alla gestione dei flussi di persone e alla tutela del patrimonio immobiliare, i servizi fiduciari stanno assumendo un ruolo sempre più strategico.

Il Nord Italia rappresenta l'area economicamente più sviluppata del Paese e concentra una parte significativa delle attività industriali, logistiche, commerciali e direzionali italiane, con migliaia di aziende manifatturiere, poli logistici, complessi residenziali e sedi aziendali che necessitano di servizi continuativi di presidio, reception, controllo accessi e guardiania.

Il settore sta vivendo una progressiva trasformazione tecnologica, guidata dall'introduzione di software per il controllo accessi, sistemi digitali di registrazione visitatori, badge elettronici, videosorveglianza integrata e reportistica digitale permette alle imprese più strutturate di offrire

servizi a maggiore valore aggiunto. Anche le esigenze della domanda stanno vivendo un'evoluzione significativa, con una richiesta crescente di integrazione tra servizi fiduciari e facility management.

Nonostante le prospettive positive, il settore presenta anche alcune criticità che potrebbero rallentare la crescita. La principale riguarda la difficoltà nel reperimento del personale. I servizi di guardiania richiedono disponibilità su turni, affidabilità, puntualità e capacità relazionali, caratteristiche sempre più difficili da trovare sul mercato del lavoro. Inoltre il settore soffre spesso di margini ridotti a causa della forte competizione sui prezzi e delle gare al massimo ribasso.

Nel prossimo futuro è probabile che la domanda si concentri verso imprese capaci di coniugare presenza operativa, affidabilità e innovazione tecnologica; la semplice fornitura di ore uomo tenderà progressivamente a perdere valore, mentre crescerà l'importanza della qualità organizzativa, della capacità di integrazione con i sistemi del cliente e della gestione efficiente delle informazioni.

4.3 Scelta del metodo di valutazione

Nel caso della valutazione di un'azienda finalizzata alla cessione all'interno di una procedura concorsuale è necessario evitare di esprimere valutazioni che possano rappresentare un patrimonio che poi potrebbe rivelarsi inesistente ma bisogna, altresì, evitare di non considerare le potenzialità di ripresa, laddove esistenti, senza la cui stima si rischierebbe una sottostima del valore. Una valutazione corretta deve riflettere non soltanto il patrimonio esistente, ma soprattutto la capacità prospettica dell'impresa di generare reddito e flussi di cassa. Le aziende di servizi, rispetto alle imprese industriali o commerciali, presentano spesso una struttura patrimoniale relativamente leggera, caratterizzata da una ridotta incidenza di immobilizzazioni materiali. Il valore economico deriva prevalentemente dagli *asset* immateriali: contratti, organizzazione, reputazione, clientela, know-how e capacità gestionale.

In tale contesto, l'utilizzo di metodologie puramente patrimoniali rischia di sottostimare in modo significativo il valore reale dell'azienda.

Nel caso in oggetto appare quindi opportuno ricorrere al metodo del Discounted Cash Flow (DCF), che ha quale elemento cardine il principio che il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi di cassa futuri. Il DCF è considerato particolarmente efficace nella valutazione delle aziende di servizi, perché queste imprese generano valore principalmente attraverso elementi immateriali come organizzazione, competenze, capitale umano, relazioni commerciali e continuità dei contratti; nelle aziende di servizi spesso gli assets materiali sono limitati e quindi i metodi patrimoniali rischiano di sottovalutare significativamente il reale valore aziendale. Analogamente si ritiene che il metodo dei multipli presenti alcuni significativi limiti, poiché

confronta l'impresa con realtà simili senza analizzare nel dettaglio la reale capacità prospettica di generare cash flow.
In conclusione si ritiene che **il metodo DCF rappresenti lo strumento di stima più adeguato** al caso di specie, in quanto particolarmente adatto alle imprese caratterizzate da forte componente organizzativa e limitata intensità patrimoniale ed in grado di incorporare elementi di rischi specifici e valorizzare gli elementi immateriali.

Il sottoscritto ha poi confrontato, al paragrafo 6, la valutazione così ottenuta con quella derivante dall'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del capitale intangibile, così da affiancare alle potenzialità reddituali dell'azienda l'oggettività dei metodi patrimoniali con la definizione di un valore del capitale intangibile, il cui possesso conferisce la capacità di conseguire un reddito aziendale atteso superiore (se positivo) o inferiore (se negativo) rispetto al rendimento giudicato normale per il settore.

4.4 Applicazione del metodo DCF

Dal punto di vista tecnico, il metodo DCF si sviluppa attraverso alcune fasi fondamentali:

- la costruzione di un modello DCF attendibile richiede un'analisi preliminare dei risultati storici dell'azienda, al fine di individuare trend, marginalità, struttura dei costi e capacità di generazione di cassa. Nel caso di specie, è stato utilizzato esclusivamente il dato relativo ai ricavi, in quanto ritenuto non inficiato dalle osservazioni relative l'attendibilità dei bilanci di MUTEKI (**paragrafo 5.1**), nonché i dati medi del campione di riferimento settoriale;
- nella seconda fase, partendo dalla situazione economica di riferimento, viene realizzato un piano economico-finanziario prospettico, nel caso di specie limitato a tre anni, con la stima delle previste evoluzioni dei ricavi, dei costi operativi, degli investimenti e del capitale circolante (**paragrafo 5.2**). L'obiettivo è determinare il Free Cash Flow (FCF) cioè il flusso di cassa disponibile partendo dall'EBITDA, al quale vengono aggiunti gli ammortamenti e sottratti investimenti e variazioni del capitale circolante, ottenendo così appunto il Free Cash Flow, cioè il flusso di cassa disponibile;
- la fase successiva consiste nell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri tramite un tasso di sconto che rappresenta il costo medio del capitale dell'azienda e incorpora il rischio dell'investimento (**paragrafo 5.3**);
- viene successivamente determinato terminal value, cioè il valore residuo dell'azienda dopo l'orizzonte temporale considerato (**paragrafo 5.4**). Questo valore viene calcolato attraverso il metodo della crescita perpetua, ipotizzando che i flussi di cassa continuino a crescere a un tasso stabile nel lungo periodo;
- infine viene stimato il valore finale dell'azienda quale somma dei flussi di cassa attualizzati e del terminal value attualizzato (**paragrafo 5.5**).

Nel caso di specie l'attività di stima ha tenuto anche conto di una serie di elementi di potenziale rischio legati alla stabilità dei ricavi ed al tasso di mantenimento dei clienti.

5. Valutazione dell'azienda

5.1 Situazione economica di riferimento

Ai fini della determinazione del piano economico-finanziario prospettico è necessario effettuare un'attività di analisi sui dati economici passati, al fine di escludere o limitare gli effetti di situazioni eccezionali e non ricorrenti e normalizzare quanto più possibile i dati. Tali evidenze impongono l'adozione di opportuni interventi per evitare effetti distorsivi nell'analisi dei risultati storici e, conseguentemente, nella stima dei flussi prospettici. Tale attività, che rappresenta una normalità nello sviluppo della valutazione di un'azienda, nel caso di specie sconta gli effetti dell'assenza di certezza sull'attendibilità della contabilità di MUTEKI nonché l'impossibilità di qualsiasi verifica sulla contabilità di SOLBRO.

A tal fine, come già segnalato nel paragrafo 4.1.3, si è proceduto ad assumere come base informativa esclusivamente i dati dei ricavi relativi agli esercizi 2021-2023 di MUTEKI S.R.L. e degli esercizi 2023 e 2024 di SOLBRO S.P.A. e della situazione economica di quest'ultima al 31.12.2025.
Si precisa, inoltre, che l'obiettivo del presente documento è quello di fornire una stima del valore di un'azienda in funzione, da trasferirsi libera da posizioni di indebitamento verso istituti di credito, fornitori o altri finanziatori. Ne consegue che il valore espresso nella presente valutazione è da intendersi come valore del complesso aziendale "*debt free*", determinato in funzione della capacità dell'azienda di generare risultati economici e flussi finanziari prospettici.
La tabella sottostante riporta i dati di conto economico delle due società per i periodi di riferimento ante rettifiche; peraltro dall'analisi dei prospetti di conto economico delle due società per i periodi di riferimento sono emerse alcune rilevanti anomalie che, a prescindere dalle considerazioni sull'eventuale inattendibilità della contabilità, avrebbero reso necessaria un'approfondita attività di verifica ed una presumibile rettifica significativa dei dati contabili. In particolare, si segnala che nei bilanci degli esercizi 2021, 2022 e 2023 di MUTEKI non risultano imposte, nonostante i risultati economici positivi conseguiti nel medesimo periodo; nel bilancio 2023 della stessa società non figurano inoltre le quote di ammortamento delle immobilizzazioni. Criticità di natura analoga si riscontrano nella situazione economica di SOLBRO al 31.12.2025 che, sebbene non definitiva, non include le quote di ammortamento né una stima del carico fiscale di competenza dell'esercizio.

L'utilizzo dei dati economici di bilancio così come rappresentati avrebbe pertanto richiesto un intervento correttivo di portata significativa, suscettibile di incidere in misura rilevante sui valori espressi. Tale attività non è stata tuttavia eseguita in quanto, per le ragioni precedentemente illustrate, l'unico dato aziendale considerato per l'attività di analisi è stato quello dei ricavi.

Conto economico ante rettifiche	MUTEKI S.R.L.								SOLBRO S.P.A.					
	31/12/2020		31/12/2021		31/12/2022		31/12/2023		31/12/2023		31/12/2024		31/12/2025	
	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi	€	% su ricavi
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**5.807.148**	**100,00%**	**6.474.776**	**100,00%**	**6.275.998**	**100,00%**	**4.248.815**	**100,00%**	**953.014**	**100,00%**	**5.305.842**	**100,00%**	**3.667.040**	**100,00%**
Acquisti materie prime	-49.644	-0,85%	-140.860	-2,18%	-166.537	-2,65%	-48.076	-1,13%	-3.088	-0,32%	-76.883	-1,45%	-187.156	-5,10%
Variazione rimanenze		0,00%	-1.418	-0,02%	-1.737	-0,03%	-15.458	-0,36%		0,00%		0,00%		0,00%
Costi per servizi	-1.330.265	-22,91%	-360.880	-5,57%	-543094	-8,65%	-464.105	-10,92%	-205.866	-21,60%	-903.680	-17,03%	-364.856	-9,95%
Margine Contribuzione	**4.427.239**	**76,24%**	**5.971.618**	**92,23%**	**5.564.630**	**88,67%**	**3.721.176**	**87,58%**	**744.060**	**78,07%**	**4.325.279**	**81,52%**	**3.115.027**	**84,95%**
Costo per god. beni terzi	-70.524	-1,21%	-97.773	-1,51%	-108.853	-1,73%	-129.462	-3,05%	-11.156	-1,17%	-98.826	-1,86%	-168.032	-4,58%
Costo del personale	-4.235.791	-72,94%	-5.587.873	-86,30%	-5.086.790	-81,05%	-3.235.883	-76,16%	-650.974	-68,31%	-3.876.707	-73,06%	-2.873.736	-78,37%
EBITDA	**120.924**	**2,08%**	**285.972**	**4,42%**	**368.987**	**5,88%**	**355.831**	**8,37%**	**81.930**	**8,60%**	**349.746**	**6,59%**	**73.259**	**2,00%**
Ammortamenti	0	0,00%	-320.027	-4,94%	-357.524	-5,70%	0	0,00%	-4.144	-0,43%	-170.096	-3,21%	0	0,00%
EBIT	**120.924**	**2,08%**	**-34.055**	**-0,53%**	**11.463**	**0,18%**	**355.831**	**8,37%**	**77.786**	**8,16%**	**179.650**	**3,39%**	**73.259**	**2,00%**
Saldo Oneri/Ricavi Diversi di Gestione	-20.070	-0,35%	270.405	4,18%	22.116	0,35%	-202.466	-4,77%	-45.304	-4,75%	4.498	0,08%	-14.923	-0,41%
Margine Ante Gestione Fin. e Straord.	**100.854**	**1,74%**	**236.350**	**3,65%**	**33.579**	**0,54%**	**153.365**	**3,61%**	**32.482**	**3,41%**	**184.148**	**3,47%**	**58.336**	**1,59%**
Gestione Finanziaria	-97.843	-1,68%	-18.218	-0,28%	-23.504	-0,37%	-25.047	-0,59%	0	0,00%	-1.585	-0,03%	-18.156	-0,50%
Margine Corrente	**3.011**	**0,05%**	**218.132**	**3,37%**	**10.075**	**0,16%**	**128.318**	**3,02%**	**32.482**	**3,41%**	**182.563**	**3,44%**	**40.180**	**1,10%**
Gestione Straordinaria	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
EBT	**3.011**	**0,05%**	**218.132**	**3,37%**	**10.075**	**0,16%**	**128.318**	**3,02%**	**32.482**	**3,41%**	**182.563**	**3,44%**	**40.180**	**1,10%**
Imposte	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	-119.863	-2,82%	-27.995	-2,94%	-126.913	-2,39%	0	0,00%
Risultato d'esercizio	**3.011**	**0,05%**	**218.132**	**3,37%**	**10.075**	**0,16%**	**8.455**	**0,20%**	**4.487**	**0,47%**	**55.650**	**1,05%**	**40.180**	**1,10%**

La tabella sottostante riporta i principali dati economici delle due società ricalcolati applicando le percentuali medie di incidenza del paragrafo 4.1.3 al valore dei ricavi storici; dall'analisi comparativa dei dati emerge:

- con riferimento all'EBITDA, un'analogia fra i dati di bilancio e quelli ricalcolati limitatamente agli esercizi dal 2021 al 2023;
- le quote di ammortamento ricalcolate risultano costantemente inferiori agli importi iscritti a bilancio (ad eccezione degli esercizi in cui non sono state appostate);
- gli importi ricalcolati relativi ad EBIT ed EBT divergono in maniera sostanziale rispetto al dato storico contabile.

I dati economici medi di settore e i dati storici di una singola società dovrebbero, in linea di principio, muoversi in modo coerente nel tempo; nel caso di specie la divergenza osservabile è pressoché sistematica e, secondo i rilievi mossi, potrebbero trovare origine sulla contabilizzazione di costi riferibili a operazioni con parti correlate prive di sostanza economica effettiva che si rifletterebbero sui margini economici intermedi (EBITDA, EBIT ed EBT) nonché sul risultato economico finale; i margini operativi storici sarebbero quindi sottostimati rispetto alla realtà gestionale dell'impresa. Vanno poi considerati i valori relativi agli ammortamenti d'esercizio, che non sono stati iscritti in tutti gli esercizi e che, per loro natura, rientrano in un'area di discrezionalità tecnica che può anche essere esercitata in maniera distorsiva portando a sovra o sottostime del relativo costo.
La sovrapposizione di entrambe le anomalie produce un effetto amplificato che potrebbe essere la ragione per cui i dati storici dell'impresa risultano strutturalmente peggiori rispetto ai benchmark settoriali.

VALORI ECONOMICI POST APPLICAZIONE MEDIE	MEDIE CAMPIONE SETTORIALE	MUTEKI			SOLBRO		
		31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
		€	€	€	€	€	€
Ricavi delle vendite e delle prestazioni		**5.807.148**	**6.474.776**	**6.275.998**	**953.014**	**5.305.842**	**3.667.040**
EBITDA	6,38%	370.427	413.014	400.334	60.791	338.450	233.914
Ammortamenti	-2,16%	-125.155	-139.544	-135.260	-20.539	-114.351	-79.032
EBIT	4,22%	245.272	273.470	265.074	40.252	224.098	154.882
Gestione Finanziaria	-0,55%	-31.687	-35.330	-34.245	-5.200	-28.952	-20.009
Gestione Straordinaria	0,08%	4.731	5.275	5.113	776	4.323	2.988
EBT	2,95%	171.383	191.086	185.220	28.126	156.588	108.223

5.2 Piano economico-finanziario prospettico

5.2.1 Definizione assunzioni di base

Definite le premesse metodologiche e il set di dati disponibile, è possibile elaborare una proiezione economico-finanziaria prospettica riferita ai quattro esercizi successivi. Tale orizzonte temporale si colloca in una posizione intermedia rispetto agli intervalli convenzionalmente adottati nelle valutazioni previsionali, compresi tra i tre e i cinque anni, e risulta idoneo a rappresentare l'evoluzione attesa della gestione aziendale, garantendo al contempo un adeguato grado di attendibilità delle stime in virtù del contenuto periodo di proiezione.

Il primo dato da determinare è un valore iniziale dei ricavi su cui basare la proiezione futura dei ricavi. Nel caso di specie, considerata la sostanziale omogeneità dell'attività svolta dalle due società, sono stati utilizzati i ricavi d'esercizio per il periodo 2020-2025, ponderati secondo un fattore temporale che attribuisce agli esercizi più recenti un peso maggiore.

Calcolo ricavo medio normalizzato	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TOTALE
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	5.807.148	6.474.776	6.275.998	5.201.829	5.305.842	3.667.040	
Ponderazione per anno	0,00%	5,00%	5,00%	15,00%	25,00%	50,00%	
Ricavi ponderati	**0,00**	**323.739**	**313.800**	**780.274**	**1.326.461**	**1.833.520**	**4.577.794**

Il ricavo medio ponderato, pari a € 4.577.794, viene moltiplicato per l'incidenza percentuale sul fatturato di SOLBRO delle prestazioni erogate a favore della clientela che già fruiva dei servizi resi da MUTEKI con riferimento all'esercizio 2025, in quanto esercizio completo di più recente disponibilità, pari al 54,40%. Tale operazione consente di determinare un valore del ricavo medio normalizzato che incorpora contestualmente la quota riconducibile alle relazioni commerciali facenti capo a MUTEKI e il fattore di ponderazione temporale, quantificato in € 2.490.115.

Ricavo medio ponderato per anno	4.577.793
% ricavi riconducibile a clienti già MUTEKI	54,40%
Ricavo medio ponderato per incidenza clientela MUTEKI	**2.490.115**

In secondo luogo viene stimato un tasso di crescita dei ricavi per il periodo 2026-2029; nel caso di specie, si ritiene opportuno applicare un tasso pari al 3% per ciascuna annualità.

Sono stati, infine, utilizzate le percentuali di incidenza sui ricavi calcolati per il campione di riferimento di cui al paragrafo 4.1.3:

- EBITDA / RICAVI: percentuale del 6,38%;
- AMMORTAMENTO / RICAVI: percentuale del 2,16%;
- ONERI FINANZIARI / RICAVI: percentuale del -0,55%

5.2.2 Conto economico prospettico

La tabella sottostante riporta i dati del conto economico prospettico, calcolato secondo i criteri definiti in precedenza. Secondo la stima effettuata, gli esercizi del periodo 2026-2029 chiuderanno costantemente con segno positivo, con utile totale di periodo pari ad € 362.700, corrispondente ad un utile medio di circa 90mila euro per esercizio.

CONTO ECONOMICO PROSPETTICO	2026	2027	2028	2029	TOTALE	MEDIA
Ricavi	**2.490.115**	**2.564.819**	**2.641.763**	**2.721.016**	**10.417.713**	**2.604.428**
EBITDA	**158.840**	**163.605**	**168.513**	**173.568**	**664.526**	**166.132**
Ammortamenti	(53.667)	(55.277)	(56.935)	(58.643)	(224.522)	(56.131)
EBIT	**105.173**	**108.328**	**111.578**	**114.925**	**440.004**	**110.001**
Oneri finanziari	13.587	13.995	14.415	14.847	56.845	14.211
EBT	**118.760**	**122.323**	**125.993**	**129.773**	**496.849**	**124.212**
Imposte	32.065	33.027	34.018	35.039	134.149	33.537
Utile netto	**86.695**	**89.296**	**91.975**	**94.734**	**362.700**	**90.675**

5.2.3 Piano finanziario prospettico

Per la costruzione del piano finanziario prospettico è necessario fare riferimento al conto economico prospettico, in particolare al valore EBIT, e applicare la seguente formula per determinare il valore del Free Cash Flow (FCF):

$$FCF = NOPAT + Ammortamenti - Variazione\ CCN - Capex$$

in cui:

- il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) rappresenta il profitto operativo dell'azienda dopo le imposte. Si parte dall'EBIT, cioè l'utile operativo prima di interessi e tasse, e si applica l'aliquota fiscale teorica (t). È così possibile valutare il business indipendentemente da come è finanziato, in quanto eventuali interessi sul debito dipendono dalla struttura finanziaria della società e non dalla capacità operativa dell'impresa. Il NOPAT viene quindi calcolato per ciascuno esercizio con la seguente formula: NOPAT = EBT x (1-t);
- gli ammortamenti vengono sommati in quanto, pur rappresentando costi contabilizzati nel conto economico, dal punto di vista finanziario non rappresentano un'uscita di cassa nel periodo in cui vengono registrati;
- la variazione del Capitale Circolante Netto Operativo (CCN_{op})[2]: misura la quantità di risorse assorbite dalla gestione operativa quotidiana dell'azienda e può essere scomposta in effetto

[2] CCN_{op}=Crediti commerciali+Magazzino+Anticipi a fornitori−Debiti commerciali−Anticipi da clienti−Debiti tributari operativi.
Non rientrano nel CCN operativo: Cassa e disponibilità liquide, debiti finanziari a breve, dividendi da pagare e ratei e risconti non operativi.

volume (legato quindi alla variazione dei ricavi) ed effetto efficienza. Quando il CCN_{op} aumenta o diminuisce significa che l'azienda sta, rispettivamente, assorbendo o producendo liquidità; una crescita dei ricavi senza un miglioramento dell'efficienza comporta un aumento proporzionale del CCN_{op} e, al contrario, un miglioramento dell'efficienza a parità di ricavi comporta una riduzione del CCN_{op}. Nel caso di specie, considerato l'arco temporale di proiezione dei dati, si ritiene opportuno ipotizzare una situazione di crescita dei ricavi legata all'aumento dei volumi e non al miglioramento dell'efficienza, con una variazione del CCN in stimato pari alla stima del tasso di crescita dei ricavi, corrispondente al 3% annuo;

- il Capex rappresenta gli investimenti effettuati dall'azienda in immobilizzazioni materiali e immateriali e, pertanto, costituisce un indicatore di uscite finanziarie necessarie sia per mantenere l'attività esistente sia per sostenere la crescita futura. Nel caso di specie viene stimato nella percentuale del 2,66% dei ricavi per ciascun esercizio, superiore di mezzo punto percentuale al rapporto AMMORTAMENTI / RICAVI settoriale; si ipotizza un rapporto superiore in quanto è ragionevole presuppore la necessità per l'azienda, almeno nella prima fase, di effettuare investimenti in capitale fisso; il valore è comunque contenuto, alla luce del fatto che l'attività svolta richiede *assets* prevalentemente intangibili o a vita breve (software, attrezzature leggere) con un ammortamento temporalmente contenuto ed un tasso di turnover rapido.

La tabella sottostante riporta i dati del piano finanziario prospettico per il periodo 2026-2029; il Free Cash Flow complessivo del periodo è stimato in circa 224mila euro, corrispondente ad una media per esercizio di circa 56mila euro.

PIANO FINANZIARIO PROSPETTICO	2026	2027	2028	2029	TOTALE	MEDIA
EBIT	105.173	108.328	111.578	114.925	440.004	110.001
NOPAT = EBIT x (1-t)	53.667	55.277	56.935	58.643	224.522	56.131
Ammortamenti	(14.862)	(2.241)	(2.308)		(19.412)	(6.471)
(Variazione CCN / Ricavi)	(66.237)	(68.224)	(70.271)	(72.379)	(277.111)	(69.278)
(Capex)	49.344	63.891	65.808	70.160	249.202	62.301
FREE CASH FLOW	**53.667**	**55.277**	**56.935**	**58.643**	**224.522**	**56.131**

5.3 Attualizzazione dei flussi di cassa futuri

Uno degli elementi centrali del metodo DCF è la determinazione del tasso di attualizzazione, la cui applicazione consente di determinare il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Nel caso di specie si ritiene opportuno utilizzare quale tasso di attualizzazione il cost of equity (Ke), che rappresenta il costo del capitale proprio in quanto riflette il rendimento richiesto dagli

investitori per compensare il rischio assunto con l'investimento nell'azienda e tiene conto di diversi fattori di rischi fra cui il rischio paese, il rischio di il settore e le dimensioni aziendali.
Il tasso viene calcolato applicando la seguente formula:

$$Ke = rf + \beta (CRP + SRP)$$

dove:

- rf (tasso risk free): pari a 2,69%, corrispondente al tasso di rendimento dei BOT a 12 mesi con emissione maggio 2026;
- β (beta): pari a 0,68, corrispondente al valore beta unlevered del settore *Business & Consumer Services* per l'europa occidentale (fonte: Damodoran);
- ERP (Equity risk premium): pari a 4,23% (fonte: Damodoran);
- CRP (County risk premium): pari a 2,46% (fonte: Damodoran);
- SRP (Size premium risk): quantificato nel 7,00%, riflette un ulteriore sovrarendimento atteso che sconta i maggiori rischi operativi legati alla dimensione dell'azienda e dovuti principalmente alla concentrazione della domanda, alla maggiore volatilità di margini e cash flow ed alla minor possibilità di accesso al capitale.

Pertanto:

$$Ke = 2,69\% + 0,68 (4,23\% + 2,46\% + 7,00\%);$$

Ke = 12,00 %

I valori attualizzati dei flussi finanziari stimati per il periodo 2026-2029 sono riportati nella tabella sottostante:

PIANO FINANZIARIO PROSPETTICO	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**TOTALE**
Free Cash Flow	**49.344**	**63.891**	**65.808**	**70.160**	**249.202**
Tasso di attualizzazione (1/(1+Ke)^n)	89,29%	79,72%	71,18%	63,55%	
FREE CASH FLOW ATTUALIZZATO	**44.057**	**50.934**	**46.842**	**44.589**	**186.422**

5.4 Stima del terminal value

Il *terminal value* rappresenta il valore residuo dell'azienda al termine dell'orizzonte temporale lungo il quale sono state proiettate le stime dei dati economici e finanziari. Questo valore viene stimato attraverso il metodo della crescita perpetua, nell'ipotesi che i flussi di cassa continuino a crescere a un tasso stabile nel lungo periodo.

Nel caso di specie appare più opportuno e coerente con le finalità del presente documento escludere il valore del *terminal value* dalla formula per la stima del valore aziendale; in questo contesto, infatti, si ritiene più opportuno considerare il valore dell'azienda non in quanto valore di un'impresa in continuità indefinita ma, piuttosto, il valore attuale netto dei flussi che l'attività può generare durante un arco temporale limitato e coerente con l'attuale situazione aziendale.
L'assenza di proprietà fisiche atte a generare reddito e la natura dell'attività, fortemente legata ad elementi immateriali come la forza lavoro, l'esperienza acquisita ed i rapporti con la clientela che, per loro natura, possono essere facilmente dissipati, rendono non appropriata la stima di flussi perpetui. Il valore è determinato esclusivamente dai flussi di cassa attesi per un ragionevole periodo residuo di attività, opportunamente attualizzati a un tasso che incorpora il rischio specifico della situazione.

5.5 Stima del valore finale dell'azienda

Nel caso di specie, la somma dei flussi di cassa attualizzati coincide con l'Enterprise Value, ossia il valore complessivo del capitale investito.
Pertanto:

EV = 186.422

Il valore dell'azienda oggetto di stima è pertanto pari ad € 186.422, arrotondabile ad € 186.000

6. Stima di confronto – metodo patrimoniale misto

Nel presente paragrafo viene stimato un valore dell'azienda mediante l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del capitale intangibile, così da affiancare alle potenzialità reddituali dell'azienda l'oggettività dei metodi patrimoniali con la definizione di un valore del capitale intangibile, il cui possesso conferisce la capacità di conseguire un reddito aziendale atteso superiore (se positivo) o inferiore (se negativo) rispetto al rendimento giudicato normale per il settore.
L'applicazione del suddetto metodo comporta la determinazione del valore corrente del patrimonio aziendale, il quale viene rettificato algebricamente qualora il reddito aziendale medio atteso sia giudicato superiore (o inferiore) rispetto al rendimento giudicato normale per il settore, con riferimento al capitale di rischio di cui l'azienda beneficia. La differenza tra reddito aziendale atteso e rendimento normale deve essere capitalizzata, per un determinato numero di anni, per determinare la stima del valore del capitale intangibile da sommare algebricamente al valore corrente del patrimonio aziendale.
L'applicazione del suddetto metodo al caso di specie presuppone quindi:

- la determinazione del valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda (paragrafo 6.1), che presuppone:
  - l'individuazione dei beni compresi nel perimetro aziendale;
  - la determinazione del valore corrente delle attività di pertinenza dell'azienda in base alla loro stima peritale ed alla loro funzionalità nell'attività produttiva;
- la determinazione del valore del capitale intangibile da sommare algebricamente al valore corrente del patrimonio netto dell'azienda, rettificato come sopra indicato (paragrafo 6.2);
- la determinazione della stima complessiva dell'azienda (paragrafo 6.3).

6.1 Stima del patrimonio netto rettificato

Premesso che la società non è più attiva in quanto aveva di fatto cessato l'attività con la cessione in affitto dell'azienda a SOLBRO e che è soggetta ad una procedura di Liquidazione Giudiziale dal gennaio 2025, la stima del patrimonio netto rettificato non può trascendere dalla verifica dei beni di proprietà della società che ad oggi sono nella sua disponibilità.

Va peraltro segnalato che tale attività si è resa necessaria anche dalla mancata elencazione dei beni materiali compresi nel perimetro aziendale oggetto di affitto, neppure in allegato; va tuttavia considerato che il contenuto del contratto di affitto segnala in maniera sufficientemente univoca che a fare parte del perimetro aziendale oggetto di affitto siano tutti i beni materiali di proprietà di MUTEKI. Nello specifico:

- nelle premesse è scritto che: "con il termine "azienda" di seguito indicato si intende il complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività (...), fatta avvertenza che il termine "azienda" è da intendersi, ai fini del presente atto, propriamente come "azienda" quale unica attività esercitata dall'affittante";
- nel paragrafo consegna è precisato che: "L'affittante immette, alla data di decorrenza indicata, l'affittuario nel possesso e nel godimento dell'"azienda", con l'insieme di beni di proprietà aziendale, diritti e rapporti riconducibili all'esercizio della detta attività è quali risultano dalle scritture contabili".

Sono stati pertanto acquisiti i seguenti documenti, consegnati al sottoscritto dal Dott. Marco Retazzi, Curatore della Liquidazione Giudiziale MUTEKI S.R.L.:

- verbale di inventario dei beni della procedura;
- perizia di stima del loro valore redatta dal perito Christian Moriggi dell'I.V.G. di Monza;
- libro cespiti al 31.12.2024.

È stata innanzitutto effettuata una verifica incrociata tra il libro cespiti e il verbale di inventario, dalla quale è emerso che solo una parte dei beni risultanti di proprietà di MUTEKI nell'elenco

aggiornato al 2024 è stata effettivamente inventariata, in quanto nella disponibilità della procedura.

In data 29 gennaio 2026 è stato poi effettuato un accesso, unitamente al Curatore, presso gli uffici di Cesano Maderno utilizzati da SOLBRO e in precedenza sede dell'attività di MUTEKI. Nel corso della visita, alla presenza del [redacted], amministratore unico di SOLBRO, sono stati eseguiti rilievi fotografici per verificare la presenza dei beni elencati nel libro cespiti che non risultavano compresi nella stima dell'IVG. L'individuazione dei beni è tuttavia rimasta parziale, poiché il libro cespiti di MUTEKI non riporta per alcuni di essi una descrizione dettagliata, ma voci generiche quali "arredamento", "attrezzature varie" o "infrastruttura tecnologica".

Nel corso dell'accesso, il [redacted] ha inoltre dichiarato che alcuni beni presenti negli uffici non sono di proprietà di MUTEKI: un televisore nella sala riunioni apparterrebbe a terzi, mentre il tavolo e le sedie della medesima sala sarebbero di proprietà di SOLBRO. Il 2 febbraio 2026 lo stesso [redacted] ha trasmesso il libro cespiti di SOLBRO aggiornato al 31 dicembre 2025, nel quale le uniche immobilizzazioni materiali indicate sono due autovetture e degli arredi non specificati, riconducibili presumibilmente al tavolo e alle sedie già menzionati durante la visita.

Permane dunque una difficoltà oggettiva nell'individuare con certezza i beni di proprietà di MUTEKI attualmente rinvenibili dalla procedura e da includere nell'azienda. Si ritiene pertanto opportuno adottare il criterio suggerito dal Curatore, in base al quale tutti i beni presenti presso gli uffici di Cesano Maderno si considerano parte dell'azienda MUTEKI, salvo prova contraria.

Va infine osservato che tanto i beni indicati nel libro cespiti quanto quelli rinvenuti fisicamente presso gli uffici sono rappresentati da arredi di modesto valore e da beni tecnologici — computer, telefoni, stampanti — soggetti a rapida obsolescenza. Il loro valore residuo unitario è pertanto scarsamente rilevante e, tenuto conto della tipologia di attività svolta da MUTEKI, non può che costituire una frazione marginale del valore complessivo dell'azienda. La tabella sottostante riporta l'elenco dei beni inventariati e periziati dall'IVG, con indicazione del relativo valore, nonché dei beni individuati presso gli uffici di Cesano Maderno che, secondo le informazioni attualmente in possesso, sono compresi nel perimetro dell'azienda concessa in affitto a SOLBRO.

Beni inventariati / periziati	VALORE PERIZIA	Beni individuati a Cesano Maderno	STIMA VALORE BENI CESANO MADERNO
HP6300 PRO G2020	50,00	TENDE DA SOLE	300,00
HP 6300 PRO SFF	50,00	ARMADIO 2 ANTE DOUBLE OLMO	50,00
HP 6300 PRO G2020	50,00	SERVER COMPUTER DESIGN FT 668	500,00
N.6 TAB MAJESTIC 647	180,00	HP ELITEDESK 800 G1 SFF CORE I54570 3.2	100,00
SCRIVANIA 160X80 NOC	70,00	SERVER RACK POWEEDGE R610	200,00
N.1 FUJITSU ESPRIMO	100,00	CISCO SPA 504 DESKPHONE 3G HUAWEI BLACK MAXWELL 3	10,00
SCRIVANIA RETTANGOLARE IN NOCE CHIARO	50,00	HP PRODESK 400 G1 MT	100,00
SEDIE IN TESSUTO CON ROTELLE E BRACCIOLI	20,00	LENOVO THINK CENTRE	100,00

TAVOLINO ROTONDO	50,00	HP WS Z440	100,00
ARMADIO 4 ANTE IN NOCE CHIARO	100,00	HP 600 G1 IC	100,00
MOBILE BASSO IN NOCE CHIARO A 2 ANTE	50,00	PC LENOVO THINKCENTRE	100,00
LAMPADA DA TERRA	10,00	DIFFUSORI MUSICA	10,00
STAMPANTE EPSON	30,00	N.1 FUJITSU ESPRIMO	100,00
MONITOR SAMSUNG	30,00	N.9 SEDIE COLORE ROSSO	90,00
MONITOR HP	30,00	CISCO CP 6851	20,00
STAMPANTE MULTIFUNZIONE BROTHER	50,00	ALIMENTATORE PER SERVER	50,00
CASSETTIERA IN NOCE CHIARO A 3 CASSETTI	50,00	TRITARIFIUTI COMFEE	50,00
CASSE SYNOLOGY PER BACKUP	20,00	N.5 TELEFONI FISSI GIGASET	50,00
CASSE IN LEGNO ARTIGIANALI E SUBWOOFER	90,00	TOSHIBA E STUDIO 3040CSE	50,00
TASTIERA PC	5,00	PROIETTORIE WIMIUS	50,00
TELEFONO CORDLESS PANASONIC	5,00	SCRIVANIA LEGNO SCURO (UFFICIO 1)	50,00
MONITOR ACER AL1717	20,00	N.3 SEDIE (UFFICIO 1)	60,00
MONITOR ACER ATS1926D	30,00	N.2 SCRIVANIE LEGNO SCURO (UFFICIO 2)	100,00
MONITOR ASUS VS197	30,00	N.3 SEDIE CON ROTELLE (UFFICIO 2)	60,00
MONITOR BENQ FP202WV2	30,00	N.1 SEDIA (UFFICIO 2)	20,00
MONITOR COMPAQ FV298AA	30,00	N.2 SCRIVANIE AD ANGOLO (UFFICIO 3)	100,00
MONITOR HANNS-G HSG1033	30,00	N.2 SEDIE ROTELLE (UFFICIO 3)	40,00
MONITOR HP LA2405X	30,00	N.1 SCRIVANIA PIANO NERO (UFFICIO 4)	100,00
MOUSE VARIE MARCHE	30,00	N. 5 SCRIVANIE CHIARE (UFFICIO 4)	250,00
PC ASSEMBLATO INTEL I3	50,00	N.7 SEDIE CON ROTELLE (UFFICIO 4)	140,00
PC DELL D07D	50,00	ARMADIO 8 ANTE	100,00
PC DELL OPTIPLEX 3010	50,00	DAHUA SISTEMA DI CONTROLLO	150,00
PC DELL OPTIPLEX 990	50,00	N.6 SCHERMI SAMSUNG	300,00
PC DELL OPTIPLEX 990	50,00	SCHERMO DOPPIO HP	200,00
STAMPANTE EVOLIS PEPPLE	20,00	N.2 SCHERMI AOC	100,00
TABLET UMIDIGI MT06 G3 TAB	30,00	THINKSTATION 340	500,00
TABLET VODAFONE 4G 10.1	30,00	N.2 SCHERMI PHILLIPS	100,00
TABLET VODAFONE 4G 10.1	30,00	SCHERMO HP	50,00
TABLET VODAFONE 4G 10.1	30,00	SCHERMO THINKVISION	50,00
TABLET VODAFONE 4G 10.1	30,00	SCHERMO DAHUA	50,00
TASTIERE VARIE MARCHE	40,00	N.2 HP PRODESK 400G1 MT	100,00
SWITCH 3COM 33oo TM 24PT3	10,00	HP PRODESK 600G1 MT	100,00
		DESKTOP HP	100,00
		N.2 HP ELITEDESK 800 G1	100,00
		DELL OPTIPLEX 7010	100,00
TOTALE	**1.790,00**		**5.150,00**

Premesso quanto sopra, il valore del patrimonio netto rettificato che costituisce l'azienda concessa in affitto viene stimato in € 6.940, arrotondato ad € 7.000, quale somma della stima del valore dei beni periziati dal perito Christian Moriggi, pari ad € 1.790, e di quelli rinvenuti presso gli uffici di Cesano Maderno, pari ad € 5.150.

6.2 Stima del valore del capitale intangibile

Nell'ambito della redazione di una perizia di stima avente ad oggetto un'azienda, il concetto di capitale intangibile identifica l'insieme degli elementi immateriali, privi di consistenza fisica, che concorrono in modo significativo alla capacità dell'azienda di generare reddito, vantaggio competitivo, continuità operativa e prospettive di sviluppo economico futuro. Tali elementi, pur non essendo sempre integralmente rappresentati nei valori contabili iscritti in bilancio, assumono

rilievo determinante nella determinazione del valore economico del complesso aziendale trasferito, conferito, ceduto o oggetto di operazioni straordinarie.

Il capitale intangibile comprende sia beni immateriali giuridicamente tutelati e autonomamente identificabili, sia componenti immateriali non separabili dal sistema organizzativo e relazionale dell'impresa. Rientrano nella prima categoria, a titolo esemplificativo, marchi, brevetti, licenze, software proprietari, know-how codificato, diritti di proprietà industriale e intellettuale, banche dati, contratti commerciali, concessioni, autorizzazioni amministrative e diritti di utilizzo esclusivo. Nella seconda categoria assumono rilievo elementi quali reputazione commerciale, relazioni consolidate con la clientela e con i fornitori, capacità organizzativa, competenze professionali del personale, esperienza tecnica maturata, posizionamento competitivo, rete distributiva, efficienza dei processi aziendali, avviamento commerciale e capacità del management di assicurare continuità reddituale.

Nel caso di specie, questa seconda categoria costituisce il capitale intangibile oggetto di valutazione, attività che deve tener conto delle utilità economiche attese, della durata presumibile dei vantaggi competitivi associati ai beni immateriali e del loro grado di trasferibilità unitamente all'azienda. In premessa è necessario effettuare una considerazione sulla consistenza del capitale intangibile ed in particolare se nella fase di valutazione vada considerata la consistenza alla data di cessione in affitto dell'azienda o, alla luce delle considerazioni contenute nel paragrafo 1.2, la consistenza attuale.

È infatti incontrovertibile che il capitale intangibile parte dall'azienda concessa in affitto dalla MUTEKI a SOLBRO si sia consolidato e sviluppato e che, ad oggi, si ritiene che rappresenti una parte significativa dell'attuale capitale intangibile dell'intera azienda SOLBRO. È altresì evidente vi sia sostanziale continuità fra l'attività svolta da MUTEKI e quella svolta da SOLBRO, non solo con riferimenti ai contratti trasferiti ma anche con riferimento all'attività sviluppata da SOLBRO durante il periodo di vigenza del contratto di affitto.

Come già osservato al paragrafo 5.1, vi è una serie di analogie strutturali significative che suggeriscono un modello di business sostanzialmente omogeneo che definisce la stessa identità aziendale: un'impresa di servizi, *labour intensive*, con buona capacità di generare valore aggiunto ma con margini netti compressi dall'elevato costo del lavoro.

Ciò premesso, ai fini della stima del valore secondo il metodo patrimoniale misto è necessario di determinare un reddito normalizzato, costruito in modo da rappresentare la capacità reddituale prospettica del complesso aziendale e da attribuire, per quanto possibile, un peso coerente ai risultati dei diversi esercizi, neutralizzando gli effetti distorsivi connessi alle annualità non ordinarie. A tal fine è stato utilizzato un criterio di ponderazione statistica e temporale, secondo la seguente procedura:

- calcolo, per ciascun esercizio, dell'EBT rettificato mediante l'applicazione ai ricavi storici della percentuale di incidenza media calcolata per il campione di riferimento;
- depurazione dei valori, anch'essi calcolati con l'applicazione delle percentuali di incidenza del campione di riferimento, relativi alla gestione straordinaria, in quanto elementi non attinenti alla stima di un valore "ordinaria";
- ponderazione temporale (criterio di recenza): ponderazione effettuata attribuendo un peso progressivamente maggiore agli esercizi più recenti, in coerenza con l'obiettivo di stimare un reddito normalizzato maggiormente rappresentativo della capacità reddituale attuale e prospettica del complesso aziendale;
- il valore ponderato del risultato ante gestione straordinaria, pari ad € 131.372, viene poi ponderato per la percentuale dell'incidenza sul fatturato di SOLBRO delle prestazioni a favore di clienti che già usufruivano di prestazione rese da MUTEKI per l'anno 2025, pari al 54,40%, analogamente a quanto effettuato nell'applicazione del metodo DCF.

Per effetto delle rettifiche sopra esposte, il risultato ante gestione finanziaria e straordinaria ponderato ammonta ad € 71.461.

Calcolo risultato normalizzato	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TOTALE
EBT	171.383	191.086	185.220	153.519	156.588	108.223	966.019
Gestione straordinaria	-4.731	-5.275	-5.113	-4.238	-4.323	-2.988	-26.668
Risultato ante gestione straordinaria	166.652	185.811	180.107	149.280	152.265	105.236	939.351
Ponderazione per anno	0,00%	5,00%	5,00%	15,00%	25,00%	50,00%	
Risultato ante gestione straordinaria ponderato	**0**	**9.291**	**9.005**	**22.392**	**38.066**	**52.618**	**131.372**
Ponderazione per fatturato MUTEKI							**54,40%**
Risultato finale							**71.461**

Il valore del capitale intangibile dell'azienda oggetto di stima è stato quantificato in € 215.483,10, arrotondabile ad € 215.000, è stato ottenuto applicando la seguente formula:

$$A = (R - i'K) * a\, n_{\neg i}$$

dove:

Componente		Valore	Note
Patrimonio netto rettificato	K	7.000	Calcolato come al paragrafo 6.1
Reddito medio ponderato	R	71.461	Calcolato come al paragrafo 6.2
Tasso di interesse normale di settore	i'	7,39%	Tasso di interesse del settore Business & Consumer Service europe (fonte: Damodoran)
Tasso attualizzazione del sovrareddito	i	12,00	Calcolato applicando formula CAPM (i= rf + β (ERP + CRP + SRP)) utilizzando i seguenti dati:

			rf (tasso risk free): pari a 2,69%, corrispondente al tasso di rendimento BOT 12 mesi dell'asta del maggio 2026; β (beta): pari a 0,69, corrispondente al beta unlevered Business & Consumer Services europe (fonte: Damodoran) ERP (Equity risk premium): pari a 4.23% (fonte: Damodoran); CRP (County risk premium): pari al 2,46%, corrispondente al premio per l'Italia (fonte: Damodoran); SRP (Size premium risk): quantificato nel 7,00%, riflette un ulteriore sovrarendimento atteso che sconta i maggiori rischi operativi legati alla dimensione dell'azienda e dovuti principalmente alla concentrazione della domanda, alla maggiore volatilità di margini e cash flow ed alla minor possibilità di accesso al capitale.
Numero anni sovrareddito	n	3	

6.3 Stima del valore dell'azienda

Il valore dell'azienda viene pertanto stimato in € 222.000 come risulta dall'applicazione della formula

$$W = K + A - R_{LG}$$

dove:

K (patrimonio netto rettificato) = 7.000

A (capitale intangibile) = 215.000

7. Confronto fra le stime del valore dell'azienda

Il valore del capitale intangibile stimato mediante la seconda metodologia risulta sostanzialmente allineato al valore ottenuto con l'applicazione della prima metodologia. In particolare la determinazione del valore secondo il metodo del DFC porta, come esposto, ad una stima del valore dell'azienda di € 186.000 mentre l'applicazione del metodo patrimoniale misto stima un valore di € 222.000.

Considerata la vicinanza dei valori di stima, si ritiene opportuno prendere quale valore finale di stima la media dei due valori calcolati secondo i differenti metodi, pari ad € 204.000.

	Metodo DFC	Metodo misto	Media
Stima valore aziendale	186.000	222.000	204.000

8. CONCLUSIONI

Il sottoscritto, in evasione dell'incarico ricevuto, stima in Euro 204.000 il valore dell'azienda di proprietà di MUTEKI S.R.L. in L.G., così composto:

Valore secondo metodo DCF	Euro	186.000
Valore secondo metodo patrimoniale misto	Euro	222.000

Stima valore azienda (media) **Euro 204.000**

Preme sottolineare che il valore di stima dell'azienda, come riportato nella presente perizia, è il risultato di un processo estimativo razionale, riproducibile e verificabile, strutturato secondo passaggi logici (definizione dell'oggetto di valutazione, scelta del criterio estimativo, raccolta ed omogeneizzazione dei dati, determinazione dei tassi, calcolo, applicazione di correttivi e controlli di coerenza). Esso viene determinato mediante l'impiego di parametri oggettivi, esplicitati e documentati, in modo da consentire la tracciabilità del risultato e la sua replicabilità da parte di terzi.

Il prezzo, invece, non rappresenta una grandezza estimativa ma una variabile endogena di scambio, determinata dall'interazione tra domanda e offerta in un contesto specifico di transazione. Esso incorpora componenti non normalizzabili legate al singolo operatore economico (utilità individuale, utilità marginale del bene, vincoli di budget, costo-opportunità del capitale, propensione al rischio, aspettative su scenari futuri, urgenza e orizzonte temporale), oltre a fattori negoziali e informativi (potere contrattuale, condizioni e garanzie, clausole, modalità e tempi di pagamento). Pertanto il prezzo può discostarsi dal valore di stima anche in misura significativa, in quanto riflette una valutazione soggettiva e contingente e non un valore tecnico standardizzato. In tale ottica permane in maniera significativa, trattandosi di due grandezze afferenti a piani diversi, la possibilità di un eventuale scostamento tra valore di stima e prezzo di transazione individuato e ritenuto opportuno dagli operatori di mercato.

Ringraziando per la fiducia accordatomi il sottoscritto resta a disposizione per qualunque chiarimento e/o integrazione dove necessitare.

Desio, 12 giugno 2026

Dott. Marco Cordaro