RELAZIONE DI STIMA

del compendio aziendale di

REALCO SOCIETÀ COOPERATIVA

in scenario di continuità aziendale

Scandiano (RE), 5 maggio 2026

A CURA DEL PERITO DOTT. STEFANO MONTANARI

SOMMARIO

1 Premessa e inquadramento dell'incarico 5
1.1 Oggetto e finalità della valutazione 5
1.2 Il ramo aziendale oggetto di valutazione 6
1.3 Identificazione del perito e dichiarazione di indipendenza 7
1.4 Data di riferimento della stima 7
1.5 Documentazione utilizzata 8
1.6 Limitazioni e restrizioni all'uso della relazione 8
2 Analisi del perimetro aziendale e del mercato 9
2.1 Descrizione del modello di business 9
2.2 Il Centro di Distribuzione (CeDi) 12
2.3 Il Cash & Carry 13
2.4 La rete di vendita 14
3 Metodologia di valutazione 17
3.1 Scelta del metodo di valutazione 17
3.2 Società comparabili di riferimento 19
3.3 Il Metodo dei Multipli di Mercato 27
3.3.1 Multipli per il canale Discount 27
3.3.2 Multipli per il canale Supermercati 28
3.3.3 Multipli per il Centro Distributivo e Cash & Carry 29
3.3.4 Determinazione dei multipli applicati e sconti per tipologia operativa 29
3.4 Il Metodo DCF a fase unica 31
3.4.1 Struttura del modello e ipotesi di base 31
3.4.2 Determinazione del tasso di attualizzazione (WACC) 34
3.4.3 WACC per canale Discount (continuità e chiusi) 35
3.4.4 WACC per canale Supermercati (continuità e chiusi) 36
3.4.5 WACC per il Centro Distributivo e il Cash & Carry 37
3.4.6 Tasso di crescita di lungo periodo (g) 38
3.5 Il metodo del *Royalty Rate* 39
3.6 Trattamento delle rimanenze di magazzino 41
4 Valutazione in scenario di continuità 42
4.1 Valutazione della rete Discount 43

4.1.1 Gestione diretta 44
4.1.1.1 Ripartizione del valore: quota licenza e quota gestione 46
4.1.2 Licenze in gestione ai soci 47
4.1.3 Valore complessivo dei discount 47
4.2 Valutazione della rete Supermercati 48
4.2.1 Gestione diretta in continuità 49
4.2.1.1 Ripartizione del valore: quota licenza e quota gestione 51
4.2.2 Licenze in gestione ai soci 52
4.2.3 Valore complessivo dei Supermercati 53
4.3 Valutazione del Centro Distributivo e Cash & Carry 53
4.4 Valutazione del patrimonio immobiliare 55
5 Conclusioni 56
6 Allegati 58

1 PREMESSA E INQUADRAMENTO DELL'INCARICO

1.1 OGGETTO E FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE

Il sottoscritto, Dott. Stefano Montanari, Professore Associato di "Economia aziendale" presso il Dipartimento di Economia "Marco Biagi" di Modena, dottore commercialista in Reggio nell'Emilia, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circoscrizione del Tribunale di Reggio nell'Emilia al n. 689A, nonché revisore contabile iscritto al n. 125329 del Registro dei Revisori contabili (G.U. suppl. 36 - IV Serie Speciale - del 07/05/2002), con studio professionale in Scandiano (RE), Piazza Matteo Maria Boiardo, 2, telefono 0522/1727990, nato a Reggio Emilia (RE) il 18 giugno 1970 e residente in Rubiera (RE), Via Ungaretti n. 7, con codice fiscale MNT SFN 70H18 H223I,

premesso

- che Realco Società Cooperativa (C.F. 00145160354, di seguito anche "Realco" o la "Cooperativa" o la "Società"), unitamente alle società da essa controllate Gedis S.r.l., Appennino Discount S.r.l. e Ipermontecchio S.r.l. (di seguito, congiuntamente, "il Gruppo Realco" o il "Gruppo"), ha depositato in data 3 febbraio 2026 ricorso congiunto ai sensi degli artt. 44 e 284 del D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, di seguito "CCII"), innanzi al Tribunale di Bologna - Sezione Procedure Concorsuali, per l'accesso alla fase prenotativa del concordato preventivo di gruppo;
- che il Gruppo Realco è una realtà di primario rilievo nel panorama della Grande Distribuzione Organizzata (GDO), operante nei territori emiliano-romagnolo, toscano e lombardo, attiva dal 1959 nella distribuzione alimentare al dettaglio con le insegne ECU ed Economy (canale discount) e Sigma (canale trade/supermercati), e dotata di tre centri logistici con sede principale in Reggio Emilia;
- che nell'ambito della predisposizione della proposta di concordato preventivo, il Gruppo Realco ha conferito allo scrivente l'incarico di redigere una relazione di stima indipendente del valore economico del compendio aziendale di Realco in scenario di continuità a supporto della vendita del compendio aziendale con procedura competitiva ex art. 91 CCII;
- che lo scrivente ha svolto il proprio incarico avvalendosi, per quanto prestata, della collaborazione del *management* della Cooperativa e dei professionisti incaricati nell'ambito della Procedura, che hanno messo a disposizione la documentazione di riferimento e illustrato le caratteristiche del perimetro aziendale oggetto di stima;

tutto ciò posto e premesso,

presenta

la seguente relazione di stima del valore economico del compendio aziendale di Realco Società Cooperativa alla data del 3 febbraio 2026 (di seguito "Data di Riferimento").

1.2 IL RAMO AZIENDALE OGGETTO DI VALUTAZIONE

Il ramo aziendale oggetto della presente valutazione è costituito dal complesso dei beni, rapporti giuridici e attività organizzate che compongono il compendio operativo di Realco alla Data di Riferimento. Ai fini della stima, il perimetro è stato suddiviso in macrocategorie di seguito riportate, ciascuna delle quali è stata oggetto di una specifica valutazione in ragione della propria natura economica e delle caratteristiche del valore cedibile:

1. la rete dei punti vendita Discount comprende 21 unità operanti sotto le insegne ECU ed Economy, di titolarità diretta di Realco. All'interno di questo perimetro si distinguono i punti vendita a gestione diretta, per i quali il valore comprende sia la componente licenza sia la componente gestionale, dai punti in gestione ai soci cooperatori, per i quali il valore cedibile è esclusivamente quello della licenza commerciale. Tra i punti a gestione diretta, 3 risultano temporaneamente chiusi alla Data di Riferimento e sono stati valutati con parametri che riflettono l'incertezza operativa sul riavvio dell'attività.
2. La rete dei punti vendita Supermercati comprende 28 unità operanti sotto l'insegna Sigma, concessa in sub-licenza da D.IT – Distribuzione Italiana Soc. Coop. di cui Realco è socia. Anche in questo canale si distinguono i punti a gestione diretta, in continuità (11 unità) e temporaneamente chiusi (11 unità), dai punti in gestione ai soci (6 unità), valorizzati per la sola componente licenza.
3. Il Centro Distributivo (CeDi) che costituisce l'infrastruttura logistica portante del Gruppo e rappresenta, come illustrato al paragrafo 2.2, il nucleo operativo di maggiore rilevanza economica del compendio. Ai fini valutativi il CeDi è trattato come ramo aziendale autonomo, comparabile per tipologia di attività a un operatore della distribuzione all'ingrosso specializzato nel settore alimentare. Il valore determinato esprime esclusivamente l'avviamento logistico e commerciale del Centro Distributivo, inteso come rete di relazioni con i fornitori, contratti in essere e capacità organizzativa, al netto sia della componente immobiliare, oggetto di separata perizia, sia delle rimanenze di magazzino, oggetto di contratto estimatorio.
4. il Cash & Carry (C&C) di Via Rosmini in Reggio Emilia rappresenta un asset operativo autonomo all'interno del compendio, costituito dall'unico punto vendita gestito direttamente da Realco e operante nel commercio all'ingrosso rivolto a operatori con partita IVA del settore HoReCa e della piccola ristorazione del territorio reggiano. Ai fini valutativi il Cash & Carry è trattato come ramo aziendale autonomo, comparabile per tipologia di attività al Centro Distributivo e valutato con la medesima metodologia. Il valore determinato esprime esclusivamente l'avviamento commerciale del ramo, al netto delle rimanenze di magazzino oggetto di contratto estimatorio. La componente immobiliare, ricompresa nella perizia Manghi e separatamente valorizzata, è neutralizzata mediante l'applicazione di un canone di locazione figurativo nei costi operativi del ramo, secondo le modalità illustrate al paragrafo 2.3, al fine di evitare duplicazioni di valore tra il ramo operativo e l'immobile che lo ospita;
5. Il patrimonio immobiliare comprende 14 immobili di proprietà di Realco, dislocati nelle province di Reggio Emilia, Parma, Modena, Ravenna e Bologna. La valutazione

degli immobili è stata effettuata dall'Ing. Giuliano Manghi con perizia separata, alla quale si rinvia integralmente per le ipotesi e i criteri adottati. I valori della perizia Manghi sono recepiti nella presente relazione senza modifiche e costituiscono la base per la determinazione del valore della componente immobiliare del compendio.

1.3 IDENTIFICAZIONE DEL PERITO E DICHIARAZIONE DI INDIPENDENZA

Il presente incarico è stato conferito allo scrivente in ragione della propria qualifica professionale e delle specifiche competenze maturate in materia di valutazione d'azienda, con particolare riferimento al settore della grande distribuzione organizzata. Si evidenzia che lo scrivente è già citato nel ricorso depositato dal Gruppo in data 3 febbraio 2026 quale professionista deputato alla valutazione dei rami d'azienda di Realco.

Lo scrivente dichiara:

- di non trovarsi in alcuna situazione di conflitto di interessi, diretto o indiretto, nei confronti di Realco Società Cooperativa, delle Società Controllate, dei rispettivi soci, degli organi amministrativi e di controllo, né nei confronti dei creditori o delle controparti della procedura concordataria;
- di non avere interessi economici, diretti o indiretti, nell'esito della procedura;
- di aver svolto il proprio incarico in piena autonomia di giudizio, applicando le metodologie valutative riconosciute dalla dottrina e dalla prassi professionale;
- che la presente relazione esprime esclusivamente il giudizio professionale dello scrivente, formulato sulla base delle informazioni disponibili alla Data di Riferimento.

1.4 DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

La data di riferimento delle considerazioni valutative contenute nella presente relazione è il 3 febbraio 2026, corrispondente alla data di deposito del ricorso congiunto ex artt. 44 e 284 CCII.

I parametri di mercato utilizzati, tassi di interesse, beta, premi per il rischio e multipli di borsa, sono stati rilevati con riferimento al 31 dicembre 2025, data dell'ultimo esercizio chiuso disponibile, salvo diversa indicazione esplicitamente riportata nel testo. Tale scelta è giustificata dalla sostanziale continuità delle condizioni di mercato nel breve periodo intercorso tra la chiusura dell'esercizio e la Data di Riferimento, nonché dalla circostanza che i dati di bilancio e gestionali disponibili si riferiscono all'esercizio 2025.

1.5 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

La presente relazione è stata redatta sulla base della documentazione di seguito elencata, messa a disposizione da Realco Società Cooperativa e dai professionisti incaricati nell'ambito della procedura:

- ricorso ex artt. 44 e 284 CCII depositato in data 3 febbraio 2026 innanzi al Tribunale di Bologna, con allegati, comprensivo delle relazioni periodiche e dell'istanza di proroga;
- bilanci di esercizio di Realco Società Cooperativa e delle Società Controllate relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024;
- dati gestionali e ricavi per punto vendita relativi agli esercizi 2022-2025, con dettaglio per singola unità della rete (49 punti vendita tra insegna ECU/Economy e insegna Sigma);
- dati gestionali e ricavi del CeDi e del C&C relativi agli esercizi 2022-2025;
- perizia immobiliare redatta dall'Ing. Giuliano Manghi relativa agli immobili di proprietà di Realco;
- dati di *comparable* aziendali non quotati estratti dalla banca dati AIDA - Bureau van Dijk (export del 30 marzo 2026), relativi a un campione di 50 società operanti nelle province di Reggio Emilia, Parma, Modena, Bologna, Piacenza e Massa-Carrara con codici ATECO 47.11.2, 47.11.3 e 47.11.4, nonché a un campione nazionale di 34 operatori della distribuzione per il Centro Distributivo;
- dati di società quotate comparabili per la determinazione dei multipli di mercato e dei parametri del tasso di attualizzazione (Fonte: Valutico, con dati al 31 dicembre 2025);
- dati di transazioni comparabili per la determinazione dei *royalty rate* applicati alle licenze in gestione ai soci (Fonte: Markables);
- Osservatorio sulla GDO alimentare italiana e i maggiori operatori stranieri, Area Studi Mediobanca, marzo 2025.

Lo scrivente ha assunto la veridicità, correttezza e completezza dei dati ricevuti, senza procedere a verifiche indipendenti o a revisione contabile degli stessi. La responsabilità sulla qualità e attendibilità delle informazioni rimane in capo ai soggetti che le hanno fornite.

1.6 LIMITAZIONI E RESTRIZIONI ALL'USO DELLA RELAZIONE

La presente relazione è stata redatta a supporto della predisposizione della proposta di concordato preventivo di gruppo di Realco Società Cooperativa e delle Società Controllate, per le finalità descritte al paragrafo 1.1. Essa non è destinata ad altri usi né ad altri destinatari.

In particolare, si evidenzia quanto segue:

- la relazione costituisce una stima professionale basata sulle informazioni disponibili alla Data di Riferimento; eventi successivi potrebbero influire significativamente sulle conclusioni esposte, senza che lo scrivente abbia alcun obbligo di aggiornamento;
- i valori determinati riflettono condizioni di mercato e parametri valutativi riferiti alla Data di Riferimento; variazioni nei tassi di interesse, nelle condizioni del settore della grande distribuzione organizzata o nell'operatività della rete di vendita potrebbero modificare i risultati;
- la presente relazione non costituisce *fairness opinion*, né parere legale, né attestazione ai sensi di disposizioni normative diverse da quelle espressamente richiamate;
- la relazione è redatta ad uso esclusivo degli organi del Gruppo e dei professionisti della procedura. Non potrà essere trasmessa a terzi, riprodotta anche parzialmente o utilizzata per finalità diverse da quelle indicate, salvo che ciò avvenga in ottemperanza a obblighi di Legge o a richieste di autorità cui non possa essere opposto motivato rifiuto, ovvero previa autorizzazione scritta dello scrivente.

2 ANALISI DEL PERIMETRO AZIENDALE E DEL MERCATO

2.1 DESCRIZIONE DEL MODELLO DI BUSINESS

Realco Società Cooperativa è una cooperativa tra dettaglianti costituita nel 1959, operante nel settore della Grande Distribuzione Organizzata (GDO) prevalentemente nei territori dell'Emilia-Romagna, della Toscana e della Lombardia.

Il settore della Grande Distribuzione Organizzata alimentare italiana è uno dei comparti più rilevanti dell'economia nazionale, caratterizzato da una progressiva concentrazione e da dinamiche competitive in rapida evoluzione. Secondo l'Osservatorio sulla GDO alimentare italiana dell'Area Studi Mediobanca (marzo 2025), la quota dei primi sette operatori nazionali è passata dal 52,2% del 2010 al 70,6% di ottobre 2024, con un guadagno di 18,4 punti percentuali, di cui 9,7 punti conseguiti dal 2018.

Sul fronte dei canali distributivi, il dato strutturalmente più rilevante per il perimetro oggetto di stima è la crescita costante della quota dei *discount*: dal 2010 al 2024 il formato *discount* ha guadagnato quota a un tasso medio del +4,6% annuo, avvicinandosi a un quarto dell'intero mercato. In parallelo, il formato degli ipermercati ha subito una contrazione significativa (dal 32,9% del 2010 al 25,1% del 2024), mentre i supermercati mantengono una quota stabile di poco superiore al 40%. Le piccole superfici (libero servizio) continuano invece a perdere terreno, passando dal 13,4% al 9,4% del mercato.

La crescita del *discount* è strutturalmente connessa all'evoluzione delle abitudini di consumo degli italiani: la ricerca di convenienza guida le scelte di acquisto del 75% dei consumatori, favorendo sia la penetrazione del formato *discount* sia l'espansione dei prodotti a marchio del distributore (MDD). Nel 2024 le vendite del *private label*, comprensive del canale discount,

hanno raggiunto 26 miliardi di euro, con un tasso medio di crescita annuo del 6,3% dal 2019, rappresentando quasi un terzo dell'intero mercato. Nei discount la penetrazione dei prodotti MDD raggiunge circa il 60% delle vendite, contro il 20% circa degli altri canali.

Il mercato della GDO mostra segnali di ripresa sul fronte dei volumi: nei primi undici mesi del 2024 le vendite a volume del comparto *grocery* sono aumentate del +1,7% (+2,1% a valore), dopo la contrazione indotta dalla fase inflazionistica. Per il 2025, il 65,2% degli operatori prevede un aumento della concentrazione del settore, mentre il 69,6% si attende un ulteriore sviluppo del canale discount e dei prodotti a marchio del distributore.

Nel caso specifico di Realco, la compagine sociale è composta da 65 soci cooperatori, imprenditori attivi nel commercio al dettaglio di generi alimentari e non alimentari, organizzati in forma di società di capitali, società di persone e ditte individuali, nonché da 23 soci sovventori.

Il modello di *business* del Gruppo Realco si fonda su una separazione strutturale tra proprietà e gestione: Realco opera come *holding* operativa e mutualistica che rifornisce la rete dei punti vendita, concede in licenza o sub-licenza i segni distintivi commerciali, coordina le politiche di acquisto e le relazioni con i fornitori, ed eroga ai soci un ventaglio articolato di servizi (*marketing*, amministrazione, promozione, formazione professionale, sviluppo e assistenza tecnica gestionale). La gestione operativa dei punti vendita è invece affidata alle Società Controllate e ai soci cooperatori, mediante contratti di affitto di azienda.

L'attività distributiva si articola in due distinti canali:

- Canale *Trade*, costituito da punti vendita tradizionali (minimarket di prossimità e supermercati con superfici fino a 2.500 mq), operanti sotto le insegne "Sigma" (nelle declinazioni "Sigma", "Sigma Superstore", "OK Sigma" e "Il Punto Sigma"), concesse in sub-licenza da D.IT - Distribuzione Italiana Soc. Coop., di cui Realco è socia;
- Canale *Discount*, operante sotto le insegne "ECU" ed "Economy", di titolarità diretta di Realco, caratterizzato da un assortimento più contenuto e da una forte focalizzazione sulla competitività di prezzo.

L'attività logistica si articola attraverso tre centri di distribuzione: il centro principale di Reggio Emilia, ubicato in immobile di proprietà presso la sede sociale (Via A. Pertini n. 15), che gestisce tutti i prodotti per il canale *trade* e i reparti freschi per il *discount*; il centro di Fontevivo (PR), condotto in locazione, dedicato ai prodotti secchi per il canale *discount*; il centro di Mamiano (PR), anch'esso condotto in locazione, specializzato nella distribuzione di surgelati per entrambi i canali.

Le Società Controllate sono così suddivise: Gedis S.r.l. gestisce 30 punti vendita in affitto d'azienda da Realco; Appennino Discount S.r.l. gestisce 4 punti vendita in affitto d'azienda da Realco; Ipermontecchio S.r.l. è proprietaria di 2 punti vendita, di cui uno gestito direttamente e uno concesso in affitto a terzi.

Realco è inoltre titolare di altri 14 punti vendita concessi in affitto ai propri soci cooperatori.

Infine, REALCO è titolare di un unico Cash and Carry, sito a Reggio Emilia, che gestisce direttamente.

Nel suo complesso, il Gruppo Cooperativo Realco, includendo anche i soci cooperatori indipendenti, gestisce circa 130 punti vendita e impiega complessivamente circa 1.180 addetti.

Limitatamente al perimetro del Gruppo Realco in senso stretto (comprendente la Capogruppo e le società controllate), l'organico è pari a 488 dipendenti, di cui 355 impiegati presso Gedis S.r.l.

La struttura del Gruppo, caratterizzata da partecipazioni totalitarie e da un modello organizzativo accentrato nelle funzioni strategiche e decentrato nella gestione operativa, è rappresentata nello schema seguente.



Realco è associata alla centrale distributiva D.IT - Distribuzione Italiana, attraverso cui accede all'insegna Sigma per il canale *trade*. D.IT è una delle principali unioni volontarie della GDO italiana, che annovera tra i propri associati operatori come CE.DI. Sigma Campania, Supercentro, Sisa Sicilia e altri distributori operanti prevalentemente nel Centro-Sud Italia, oltre a Realco per il Nord-Est.

Nel contesto del mercato discount nazionale, la rete ECU/Economy di Realco si inserisce in un segmento dominato dai grandi operatori nazionali e internazionali. Secondo i dati Mediobanca (2024), Eurospin detiene il 31,3% della quota di mercato del discount nazionale, seguita da Lidl (25,1%), MD (13,9%), Penny Market (5,7%) e In's Mercato (4,5%). La rete ECU è classificata con una quota dell'1,3% a livello nazionale, con una produttività per metro quadro che riflette le sfide competitive di un operatore regionale di medie dimensioni confrontato con player integrati verticalmente e dotati di maggiore potere negoziale sui fornitori.

Il posizionamento di Realco nel contesto emiliano-romagnolo è tuttavia più solido rispetto alla quota di mercato nazionale: la capillarità della rete nei territori di Reggio Emilia, Modena, Bologna, Parma e Piacenza, province ad alta densità commerciale e con redditi pro capite superiori alla media nazionale, costituisce un *asset* di presidio territoriale rilevante, che si traduce in una componente di avviamento locale difficilmente replicabile da un entrante esterno.

2.2 IL CENTRO DI DISTRIBUZIONE (CEDI)

Il Centro di Distribuzione principale (di seguito anche "CeDi") è ubicato presso la sede sociale di Realco in Reggio Emilia, Via A. Pertini n. 15, in immobile di proprietà della Cooperativa. Il CeDi costituisce l'infrastruttura logistica portante dell'intero sistema distributivo del Gruppo: coordina i rapporti con i fornitori, gestisce la piattaforma di acquisto centralizzata a beneficio dei soci cooperatori, governa i flussi delle merci verso la rete di 49 punti vendita oggetto di stima e verso gli ulteriori circa 80 punti vendita gestiti dai soci del Gruppo Cooperativo Realco, garantendo la continuità operativa sia del canale *trade* che del canale *discount*. L'attività logistica si completa con i centri di Fontevivo (PR), dedicato ai prodotti secchi del canale *discount*, e di Mamiano (PR), specializzato nella distribuzione dei surgelati per entrambi i canali, entrambi condotti in locazione passiva.

I principali dati economici del CeDi per il triennio 2023-2025, estratti dal gestionale di Realco come quota parte del bilancio ante costi generali di struttura, sono i seguenti:

FY-end: 31 Dec - €'000	2023	2024	2025
Vendite Merce (compr. Grossisti/C&C)	233.570,5	230.470,5	225.858,0
Affitti e locazioni attive	8.453,1	8.526,7	8.681,9
Totale ricavi	**242.024**	**238.997**	**234.540**
YoY %	*n.d*	*(1,3%)*	*(1,9%)*
Acquisti Merce Netti	(193.514,1)	(191.979,4)	(187.049,1)
Costi Affitti e Locazioni Passive	(6.744,9)	(6.949,9)	(7.079,4)
Totale acquisti	**(200.258,9)**	**(198.929,3)**	**(194.128,4)**
Margine netto	**41.764,7**	**40.067,9**	**40.411,4**
% sui ricavi	*17,3%*	*16,8%*	*17,2%*
Sistema premiale soci	(17.306,7)	(17.693,9)	(17.900,1)
Margine lordo aziendale	**24.458,0**	**22.374,0**	**22.511,3**
% sui ricavi	*10,1%*	*9,4%*	*9,6%*
Costi logistici e spazio	(9.804,7)	(10.662,6)	(10.188,5)
Costo del lavoro	(5.749,7)	(6.422,2)	(6.616,7)
Costo marketing	(1.851,2)	(1.352,4)	(1.469,7)
Costi amministrativi	(53,4)	(60,3)	(55,2)
Risultato operativo	**6.999,0**	**3.876,5**	**4.181,4**
% sui ricavi	*2,9%*	*1,6%*	*1,8%*

Ai fini della presente valutazione la grandezza di riferimento utilizzata è il fatturato da vendite di merce all'ingrosso verso la rete (voce "Vendite merce"), che nel triennio si è attestato tra Euro 225,9 milioni e Euro 233,6 milioni, con una lieve tendenza al calo riconducibile alla progressiva contrazione dei volumi distribuiti nel contesto di difficoltà operativa del Gruppo.

Sul piano immobiliare, il valore dell'immobile sede del CeDi è trattato separatamente e non concorre alla determinazione del valore del ramo operativo: nella valutazione esposta al paragrafo 4.3 tale componente è esplicitamente detratta dal valore lordo al fine di isolare il solo avviamento logistico, commerciale e organizzativo del Centro Distributivo.

2.3 IL CASH & CARRY

Il Cash & Carry di Realco è ubicato in Reggio Emilia, Via Antonio Rosmini, in immobile di proprietà della Cooperativa compreso nel patrimonio immobiliare valutato dall'Ing. Giuliano Manghi. Si tratta dell'unico punto vendita gestito direttamente da Realco, distinto dai punti vendita del canale *trade* e *discount* affidati alle Società Controllate e ai soci cooperatori. Il format è quello del commercio all'ingrosso rivolto esclusivamente a operatori con partita IVA, bar, pizzerie, ristoranti, trattorie, agriturismi e hotel, con un'offerta di prodotti alimentari e non alimentari destinata al settore HoReCa e alla piccola ristorazione del territorio reggiano.

I principali dati economici del Cash & Carry per il triennio 2023-2025, estratti dal gestionale di Realco come quota parte del bilancio ante costi generali di struttura, sono i seguenti:

FY-end: 31 Dec - €'000	2023	2024	2025
Vendite Merce (compr. Grossisti/C&C)	3.794,2	3.430,7	3.018,1
Totale ricavi	**3.794,2**	**3.430,7**	**3.018,1**
YoY %	*n.d*	*(9,6%)*	*(12,0%)*
Acquisti Merce Netti	(3.215,6)	(2.911,9)	(2.562,9)
Costi Affitti e Locazioni Passive	-	-	-
Totale acquisti	**(3.215,6)**	**(2.911,9)**	**(2.562,9)**
Margine netto	**578,6**	**518,8**	**455,2**
% sui ricavi	*15,3%*	*15,1%*	*15,1%*
Sistema premiale soci	(9,3)	(4,7)	(3,7)
Margine lordo aziendale	**569,3**	**514,1**	**451,5**
% sui ricavi	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Costi logistici e spazio	(193,3)	(238,1)	(222,7)
Costo del lavoro	(444,3)	(430,6)	(395,8)
Costo marketing	(5,4)	(5,1)	-
Costi amministrativi	(83,8)	(82,9)	(89,6)
Risultato operativo	**(157,5)**	**(242,7)**	**(256,5)**
% sui ricavi	*(4,2%)*	*(7,1%)*	*(8,5%)*

Ai fini della presente valutazione la grandezza di riferimento utilizzata è il fatturato da vendite di merce, che nel triennio ha registrato una contrazione significativa e progressiva, passando da Euro 3,8 milioni nel 2023 a Euro 3,0 milioni nel 2025, con tassi di calo rispettivamente del 9,6% e del 12,0% annuo. Tale tendenza riflette sia la crisi operativa del Gruppo, che ha ridotto la capacità del Cash & Carry di mantenere un'offerta competitiva e continuativa, sia la

pressione concorrenziale esercitata da operatori specializzati nel segmento HoReCa di maggiori dimensioni.

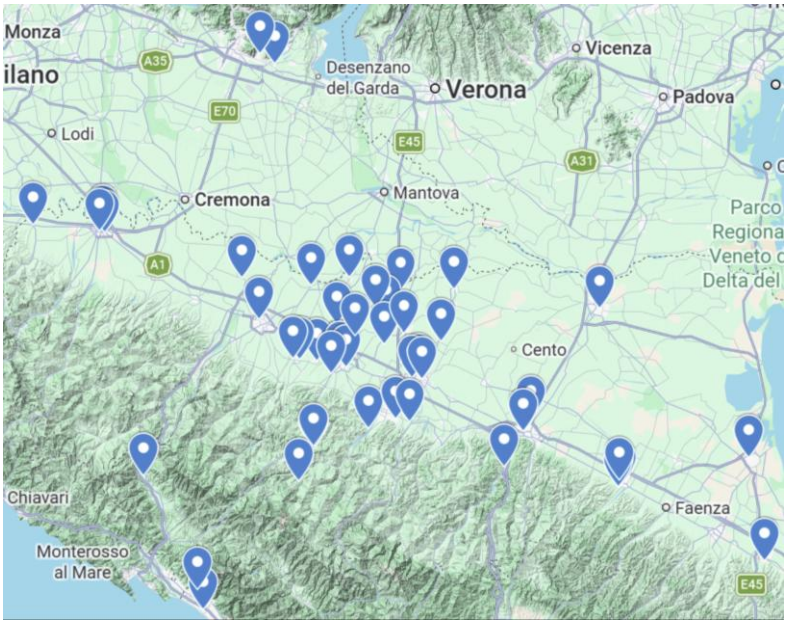
Sul piano immobiliare, l'immobile sede del Cash & Carry è compreso nella perizia dell'Ing. Manghi e il relativo valore è già incluso nel patrimonio immobiliare di Realco. A differenza di quanto avviene per il CeDi, dove dall'Enterprise Value lordo si detrae il valore dell'immobile in quanto già valorizzato separatamente, per il Cash & Carry si è adottato un approccio differente, che tiene conto della specificità della situazione. L'immobile di Via Rosmini è infatti sovradimensionato rispetto all'attività attualmente svolta: il reddito generato dal Cash & Carry è sensibilmente inferiore a quello che l'immobile sarebbe in grado di produrre se destinato a un utilizzo più intensivo o alternativo.

Per ovviare a tale distorsione, nella valutazione del ramo operativo si è applicato un canone di locazione figurativo, pari ad Euro 10 mila e corrispondente a circa il 10% dell'EBITDA calcolato in base al margine medio delle società comparabili operanti nel medesimo settore (si veda paragrafo 4.3). Tale importo è stato inserito tra i costi operativi normalizzati del ramo, in luogo della detrazione diretta del valore immobiliare. La componente immobiliare detratta dall'Enterprise Value lordo è quindi determinata applicando al canone figurativo il medesimo multiplo utilizzato per la valutazione del ramo. In questo modo i due *asset*, il ramo operativo del Cash & Carry e l'immobile che lo ospita, sono valorizzati separatamente e in modo coerente: il primo come attività commerciale soggetta a un costo di utilizzo dell'immobile, il secondo come asset patrimoniale autonomo nella perizia Manghi, senza duplicazioni né distorsioni nella sintesi complessiva del valore.

2.4 LA RETE DI VENDITA

Il perimetro oggetto di stima comprende 49 punti vendita, suddivisi in 21 Discount (insegne ECU ed Economy) e 28 Supermercati (insegna Sigma). All'interno di ciascun canale i punti vendita si articolano in tre categorie: gestione diretta in continuità, gestione diretta temporaneamente chiusa e gestione affidata a soci cooperatori. Per questi ultimi il valore cedibile è limitato alla sola componente licenza, in quanto la gestione operativa è in capo al socio e non a Realco.

La distribuzione geografica della rete riflette il radicamento storico della Cooperativa: la provincia di Reggio Emilia costituisce il territorio di maggiore concentrazione. La presenza in provincia di Brescia e in Toscana costituisce un'estensione periferica del perimetro rispetto al bacino emiliano-romagnolo, con caratteristiche competitive e di bacino d'utenza parzialmente differenti dal territorio di riferimento.



Il canale Discount è geograficamente concentrato nella provincia di Reggio Emilia, che ospita 10 dei 21 punti vendita. Di seguito si riporta l'elenco dei discount con il dettaglio del fatturato degli ultimi quattro anni.

				Fatturato (€/000)				
#	Discount	Gestione	Situazione	2022	2023	2024	2025	Media
1	ECU Piacenza Dante	Diretta	Chiuso	2.206,5	2.328,5	2.243,1	2.300,3	2.269,6
2	ECONOMY Ravenna Faentina (*)	Diretta	Chiuso	836,6	2.532,1	2.186,6	2.152,9	2.290,5
3	ECU Ferrara Saraceno (*)	Diretta		650,2	1.257,6	1.234,2	1.169,8	1.220,6
4	ECU Sasso Marconi	Diretta		1.313,7	1.200,0	1.431,7	1.566,1	1.377,9
5	ECU Imola S. Francesco	Diretta		1.583,2	1.538,7	1.499,5	1.455,6	1.519,3
6	ECONOMY San Secondo	Diretta		2.170,6	4.076,7	4.243,5	4.470,0	3.740,2
7	ECU Rio Saliceto (*)	Diretta			1.170,8	1.647,1	1.793,1	1.720,1
8	ECU Guastalla	Diretta		3.616,5	3.778,1	3.692,0	3.259,0	3.586,4
9	ECU Bagnolo	Diretta		2.025,3	2.136,9	2.081,3	2.054,9	2.074,6
10	ECU Reggio Lungo Crostolo (*)	Diretta	Chiuso			258,2	1.769,2	1.769,2
11	ECU Cadelbosco Sotto	Diretta		2.384,5	2.254,8	2.202,1	2.260,2	2.275,4
12	ECU Reggio Torricella	Diretta		2.242,1	2.492,6	2.562,5	2.733,2	2.507,6
13	ECU Reggio Manara	Diretta		1.762,0	2.038,7	1.922,5	1.897,1	1.905,1
14	ECU Montecchio	Soci		3.646,3	3.742,3	3.441,7	3.225,7	3.514,0
15	ECU Villa Minozzo	Soci		1.578,8	1.643,7	1.587,8	1.614,4	1.606,2
16	ECU Maranello	Soci		1.578,7	1.638,5	1.554,9	1.519,7	1.572,9
17	ECU Spezzano	Soci		1.786,4	1.726,9	1.650,1	1.608,2	1.692,9
18	ECU Modena Cavour (*)	Soci			327,5	1.794,5	1.953,0	1.873,7
19	ECU Cavriago Repubblica	Soci		2.570,6	2.547,2	2.457,2	2.411,2	2.496,6
20	ECU Carpineti Castello Carpin. (*)	Soci			334,2	701,9	777,4	604,5
21	ECU Carrara (*)	Soci			2.401,0	2.183,0	1.806,4	2.130,2

(*) Vengono escluse dal calcolo della media le annualità parziali non significative

Il canale Supermercati presenta una distribuzione geografica più articolata rispetto al Discount, con una presenza significativa oltre il territorio emiliano-romagnolo: due punti in provincia di Brescia, due in Toscana e quattro in provincia di Piacenza. L'elevata quota di punti chiusi, 11 su 22 in gestione diretta, pari al 50%, riflette il progressivo deterioramento operativo del Gruppo, con una tendenza al calo dei fatturati.

				Fatturato (€/000)				
#	Supermercati	Gestione	Situazione	2022	2023	2024	2025	Media
1	SIGMA Marina di Massa S. Leonardo	Diretta		6.012,8	5.889,8	5.643,5	5.831,6	5.844,4
2	SIGMA Pontremoli	Diretta		2.114,9	2.071,0	2.083,0	2.380,6	2.162,4
3	SIGMA PC Borgofaxhall Marconi	Diretta	Chiuso	4.183,7	4.107,3	4.116,2	4.281,4	4.172,2
4	SIGMA Farnesiana C. Sul Lavoro	Diretta	Chiuso	3.161,1	2.946,3	2.750,8	2.782,3	2.910,1
5	SIGMA Cesena Battisti	Diretta	Chiuso	2.019,7	2.194,4	2.083,6	2.156,6	2.113,6
6	SIGMA Molinetto	Diretta		2.635,6	2.712,3	2.458,4	2.493,8	2.575,0
7	SIGMA Botticino	Diretta		2.822,7	2.684,3	2.856,5	2.717,9	2.770,3
8	SIGMA Imola Pedagna (*)	Diretta		-	1.674,7	2.404,7	2.878,9	2.641,8
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa (*)	Diretta		142,0	1.617,8	1.627,1	1.789,5	1.678,1
10	SIGMA Corticella	Diretta	Chiuso	4.900,4	4.406,6	3.814,3	3.455,6	4.144,2
11	SIGMA Sorbara	Diretta		3.043,1	3.293,5	3.172,7	2.916,5	3.106,5
12	SIGMA Carpi Cuneo	Diretta	Chiuso	1.944,2	1.920,3	1.840,9	1.670,7	1.844,0
13	SIGMA Mirandola Le Terrazze	Diretta	Chiuso	2.842,8	2.722,1	2.650,6	2.577,8	2.698,3
14	SIGMA Modena Nobili	Diretta	Chiuso	3.137,5	3.076,7	3.010,0	2.648,8	2.968,2
15	SIGMA Parma Gramsci	Diretta	Chiuso	4.490,9	4.274,6	3.993,2	3.979,0	4.184,4
16	SIGMA Montecchio Iper	Diretta	Chiuso	4.703,6	4.825,0	4.548,0	4.214,3	4.572,7
17	SIGMA Brescello	Diretta	Chiuso	2.754,9	2.399,6	2.308,7	2.000,2	2.365,9
18	SIGMA Rolo Da Vinci (*)	Diretta		-	881,6	2.566,2	2.497,5	2.531,9
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	Diretta		2.469,4	2.402,8	2.641,6	3.574,4	2.772,1
20	SIGMA Rivalta	Diretta		2.521,4	2.535,1	2.337,9	2.396,2	2.447,6
21	SIGMA Le Cupole Castel S. Giovanni	Diretta	Chiuso	2.606,8	2.612,9	2.461,0	2.299,9	2.495,1
22	SIGMA Canalina	Diretta		3.042,4	3.392,7	3.148,5	2.922,6	3.126,5
23	SIGMA Bologna Berti	Soci		2.152,3	2.109,0	2.100,2	1.974,8	2.084,1
24	SIGMA Bologna San Pio	Soci		2.714,0	2.645,4	2.680,9	2.778,5	2.704,7
25	SIGMA Modena S. Giovanni Bosco	Soci		4.142,2	4.335,1	4.221,8	4.005,6	4.176,2
26	SIGMA Campagnola	Soci		2.049,9	1.944,5	1.905,4	1.812,5	1.928,1
27	SIGMA Carpineti S. Prospero	Soci		2.557,2	3.396,5	3.658,4	3.863,8	3.369,0
28	SIGMA San Martino in Rio	Soci		4.328,0	4.270,2	4.153,3	3.990,2	4.185,4

(*) Vengono escluse dal calcolo della media le annualità parziali non significative

3 METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

3.1 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La presente valutazione è stata condotta in conformità alle prassi professionali internazionali per le stime del capitale economico d'impresa. In base a tale contesto, è possibile ricondurre i metodi di stima del capitale economico alle seguenti tipologie:

- i metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, ossia sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro dalla data di riferimento della stima fino, astrattamente, all'estinzione della società (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - *Discounted Cash Flow*);
- i metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- i metodi basati sul valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
- i metodi misti, che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale-reddituale e metodo dell'*Economic Profit*);
- i metodi basati sull'analisi comparativa di società e transazioni comparabili (metodo dei multipli).

Al fine di fornire una migliore comprensione delle scelte metodologiche adottate nella presente perizia, si propone di seguito una sintesi dei criteri e dei metodi più comunemente applicati nella prassi professionale, con particolare riferimento a quelli rilevanti per la fattispecie in esame.

I criteri basati sul reddito determinano il valore di un'azienda in base ai benefici futuri che si prevede essa possa generare. All'interno di questa categoria si distinguono due approcci principali. Il metodo dei flussi di cassa si fonda sulla considerazione che il valore economico dell'azienda è pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati al tasso di rendimento del capitale di rischio ovvero al costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso prescelta (*levered* o *unlevered*). Il metodo reddituale stima invece il valore dell'azienda in base agli utili che si prevede essa genererà in futuro, determinando il valore economico come somma dei flussi previsti di utili normali, per un periodo limitato o illimitato, scontati al tasso di rendimento del capitale di rischio.

I criteri basati sul mercato determinano il valore del capitale d'impresa in base ai prezzi espressi dai mercati regolamentati o nelle transazioni private per quote di capitale nella stessa azienda o in aziende simili, senza fare riferimento diretto ai saldi storici o prospettici dello stato patrimoniale e del conto economico. All'interno di questa categoria si distinguono il metodo dei multipli di borsa, che stima il capitale economico sulla base dei prezzi scambiati sui mercati organizzati per titoli rappresentativi di partecipazioni in società comparabili, e il metodo delle transazioni comparabili, che assegna all'azienda il valore individuato da transazioni avvenute

in relazione a partecipazioni di controllo in aziende comparabili, incorporando per sua natura anche il premio per il controllo e una quota delle sinergie attese dall'acquirente.

I criteri e i metodi utilizzati devono in ogni caso essere razionali, trasparenti, oggettivi e stabili, e la loro scelta deve basarsi sulle caratteristiche specifiche dell'azienda oggetto di stima e sulle finalità della valutazione.

La prassi comune nella valutazione delle società in contesti di mercato contempla l'utilizzo del metodo del DCF (*Unlevered Discounted Cash Flows*) e/o del metodo dei multipli come metodologie di riferimento. I metodi reddituali e patrimoniali, pur rigorosi sul piano teorico, vengono più frequentemente impiegati in valutazioni di tipo professionale legate agli obblighi valutativi imposti dalla legge con finalità di garanzia e tutela degli interessi dei creditori (conferimento, trasformazione, fusione e simili).

La scelta della metodologia per esprimere il valore economico del compendio aziendale di Realco è stata effettuata considerando principalmente la finalità dell'incarico, la stima del valore di cessione in scenario di continuità a supporto della vendita con evidenza pubblica del compendio aziendale del Gruppo nell'ambito della Procedura, nonché le caratteristiche specifiche del perimetro oggetto di valutazione. Il compendio si articola in *asset* eterogenei (punti vendita *discount*, punti vendita supermercati, Centro Distributivo, Cash & Carry e immobili). Tali differenze hanno reso necessaria l'adozione di un approccio metodologico e di parametri valutativi differenziati per segmento, come illustrato nei paragrafi successivi.

In coerenza con la prassi internazionale e con la finalità della stima, la valutazione dei punti vendita in gestione diretta, del Centro Distributivo e del Cash & Carry è stata effettuata applicando in parallelo tre metodologie: il metodo dei multipli EV/EBITDA, il metodo dei multipli EV/EBIT e il metodo finanziario a fase unica (capitalizzazione del NOPAT normalizzato, di seguito anche "metodo DCF a fase unica" o "DCF monofase"). Il valore attribuito a ciascun punto vendita, al CeDi e al C&C corrisponde alla media aritmetica dei tre valori così ottenuti. Questa impostazione risponde all'esigenza di ridurre la dipendenza del risultato finale dalle ipotesi specifiche di ciascun metodo e di ottenere una stima più robusta e meno esposta alle inevitabili approssimazioni che caratterizzano ciascun approccio preso singolarmente. La convergenza dei tre metodi su valori tra loro coerenti costituisce al contempo una verifica interna dell'attendibilità della stima. L'adozione della media aritmetica dei tre metodi incorpora di per sé un effetto di sensitività implicito sui parametri valutativi, in quanto ciascun approccio reagisce in modo differente alle variazioni dei multipli, dei margini di settore e del tasso di attualizzazione, così che la dispersione tra i singoli risultati riflette già la sensibilità della stima alle ipotesi sottostanti. In aggiunta a tale meccanismo intrinseco, sul valore centrale ottenuto come media dei tre metodi è stata applicata un'analisi di sensitività esplicita di ± 10%, al fine di delimitare un intervallo di valori entro il quale la stima conserva piena attendibilità a fronte di possibili variazioni delle ipotesi adottate.

Per i punti vendita in gestione ai soci è adottato il metodo *Royalty Rate*, in linea con la prassi internazionale per la valutazione dei diritti di licenza dei marchi e dei brevetti, in quanto gli stessi non esprimono un valore gestionale direttamente misurabile con i metodi sopra descritti.

Tale metodo è stato inoltre utilizzato per ottenere il valore derivante dalla licenza e dalla gestione dei singoli punti vendita in continuità.

Infine, come ricordato in precedenza, gli immobili sono stati oggetto di valutazione separata da parte dell'Ing. Manghi.

L'approccio così delineato ha consentito di costruire una rappresentazione valutativa prospetticamente attendibile e internamente coerente, idonea a costituire la base informativa necessaria per la determinazione del valore economico del compendio aziendale in scenario di continuità.

3.2 SOCIETÀ COMPARABILI DI RIFERIMENTO

Per la determinazione dei parametri di mercato è stato predisposto un campione articolato di società operanti in settori comparabili a quello di riferimento della valutazione. Il campione è stato suddiviso tra società quotate e non quotate, così da integrare la ricchezza informativa e la trasparenza tipiche delle prime con la maggiore aderenza settoriale e dimensionale delle seconde.

Le società quotate sono state utilizzate per la determinazione dei parametri finanziari e di mercato, in particolare i multipli EV/EBITDA ed EV/EBIT applicati nella valutazione e i parametri necessari alla costruzione del tasso di attualizzazione, con riferimento specifico al coefficiente *beta unlevered* di settore. La disponibilità di dati di mercato aggiornati e liberamente osservabili rende le società quotate il riferimento più affidabile per la stima di tali grandezze, in quanto i loro valori incorporano le aspettative degli investitori sulla redditività prospettica e sul profilo di rischio del settore.

Le società non quotate sono state invece utilizzate per la determinazione dei margini operativi di riferimento, in particolare le incidenze di EBITDA ed EBIT sui ricavi e l'incidenza delle rimanenze di magazzino sul fatturato. La maggiore vicinanza dimensionale e operativa di tali società ai singoli punti vendita e al CeDi/C&C oggetto di stima le rende il riferimento più rappresentativo per la normalizzazione dei flussi prospettici, consentendo di ancorare la stima a margini effettivamente osservabili in operatori con caratteristiche strutturali comparabili a quelle del compendio Realco.

Per quanto riguarda le società quotate, la selezione ha privilegiato operatori internazionali con caratteristiche industriali e commerciali comparabili, attivi nella Grande Distribuzione Organizzata alimentare, nel canale discount e nel formato supermercato.

Parallelamente, è stato definito un campione di società non quotate, composto da imprese italiane attive nella vendita al dettaglio di prodotti alimentari e nella distribuzione organizzata, caratterizzate da dimensioni, struttura operativa e posizionamento di mercato, oltre che geografico, più vicini a quelli dei singoli punti vendita oggetto di stima. Pur non disponendo di valori di mercato liberamente osservabili, tali aziende offrono un prezioso termine di paragone per l'analisi della redditività storica, dei ricavi e delle marginalità operative,

consentendo di cogliere le specificità del comparto e le sue dinamiche concorrenziali nel territorio nel quale opera il Gruppo Realco. Per il Centro Distributivo ed il Cash & Carry, in ragione dell'assenza di operatori comparabili su base locale, il campione di società non quotate è stato esteso su base nazionale, includendo centri distributivi delle principali unioni volontarie e consorzi della GDO italiana.

L'integrazione dei due gruppi di *comparable*, quotati e non quotati, ha permesso di bilanciare l'analisi: da un lato valorizzando la trasparenza e la disponibilità di dati delle società quotate, dall'altro mantenendo la coerenza settoriale con operatori di dimensioni e caratteristiche più prossime a quelle della società oggetto di valutazione.

Questa combinazione ha reso possibile l'individuazione di parametri di mercato affidabili e rappresentativi, in grado di riflettere sia le tendenze globali del comparto della grande distribuzione organizzata, sia le peculiarità operative e competitive tipiche del tessuto commerciale italiano e regionale in cui si inserisce Realco.

I dati delle società quotate sono stati estratti al 31 dicembre 2025 dalla piattaforma Valutico, la quale si avvale di primari *data provider* internazionali quali *S&P Capital IQ*, *Beauhurst*, *EMIS* (*Emerging Markets Information Service*) e *Trading Economics*. Tali fonti garantiscono l'affidabilità e la coerenza delle informazioni impiegate nel processo estimativo. I multipli dei comparabili quotati sono stati corretti mediante l'applicazione di appropriati sconti per dimensione, liquidabilità e specificità operativa, come illustrato nel paragrafo 3.3.4.

Il dettaglio delle società quotate selezionate per i discount è riportato di seguito:

Discount	Company Name	Descrizione
	B&M European Value Retail plc	B&M European Value Retail plc è una catena britannica di negozi di articoli vari a prezzi scontati, quotata alla Borsa di Londra e inclusa nell'indice FTSE 250. Fondata nel 1978 e con sede a Liverpool, opera con un formato discount multi-categoria attraverso oltre 1.100 punti vendita nel Regno Unito e in Francia, con un fatturato superiore a 5 miliardi di sterline. Costituisce un riferimento rilevante per la valutazione della rete ECU/Economy in ragione del formato discount e della struttura operativa basata su punti vendita di piccola e media superficie.
	Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.	Distribuidora Internacional de Alimentación S.A. (DIA) è una catena multinazionale spagnola di supermercati discount fondata nel 1979, con circa 3.346 punti vendita al termine del 2024, di cui 2.310 in Spagna e il resto in America Latina. Con circa 28.500 dipendenti e un fatturato di circa 6,9 miliardi di euro, rappresenta uno dei principali operatori europei del formato discount alimentare di prossimità, assimilabile per struttura del modello distributivo alla rete ECU/Economy di Realco.
	Dollar General Corporation	Dollar General Corporation è una catena americana di negozi discount con sede in Tennessee, che al 2023 gestisce oltre 19.000 punti vendita negli Stati Uniti e in Messico. Pur operando in un contesto geografico diverso, il modello di business, basato su assortimenti limitati, prezzi competitivi e punti vendita di piccola superficie in aree urbane e periurbane, presenta significative analogie con il formato discount alimentare di Realco.
	Dollar Tree, Inc.	Dollar Tree, Inc., precedentemente nota come Dollar Tree Stores, Inc., è una catena americana di negozi discount multi-prezzo. Con sede a Chesapeake, in Virginia, è una società Fortune 500 e gestisce 15.115 negozi nei 48 stati contigui degli Stati Uniti e in Canada.
	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Jerónimo Martins SGPS S.A. è un gruppo portoghese della grande distribuzione alimentare fondato nel 1792, con sede a Lisbona, che opera

Discount	Company Name	Descrizione
		principalmente con le insegne Biedronka (Polonia) e Ara (Colombia). La sua rilevanza come comparable risiede nella gestione di reti discount alimentari di prossimità in mercati europei maturi, con un modello logistico centralizzato assimilabile a quello di Realco.
MAGNIT	PJSC Magnit(*)	Magnit è uno dei maggiori rivenditori alimentari russi. È stata fondata nel 1994 a Krasnodar da Sergey Galitsky. A marzo 2016, l'azienda contava 12.434 punti vendita in 2.385 località, tra cui 9.715 minimarket, 225 ipermercati, 2.337 negozi Magnit Cosmetics e 157 negozi Magnit Family.
pepco	Pepco Group N.V.	Pepco Group N.V. è una catena di distribuzione discount con sede a Londra che gestisce tre insegne, Poundland nel Regno Unito, Dealz in Irlanda e Polonia, e Pepco in vari Paesi europei, con un'offerta prevalentemente non alimentare a prezzi fissi. È incluso nel campione in quanto rappresentativo del formato discount di prossimità a bassa marginalità, con una struttura di costi operativi comparabile a quella del canale ECU/Economy.

(*) questo comparable è stato utilizzato solo per la stima del Beta in quanto non sono stati determinati i multipli alla data di riferimento

La tabella seguente riporta il dettaglio delle società quotate selezionate per i supermercati:

Supermercati	Company Name	Descrizione
Albertsons	Albertsons Companies, Inc.	Albertsons Companies Inc. è la seconda catena di supermercati del Nord America per dimensioni, fondata a Boise, Idaho, dove ha sede. Con oltre 2.250 punti vendita e circa 270.000 dipendenti, opera attraverso numerose insegne regionali negli Stati Uniti. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore integrato della grande distribuzione alimentare con un formato supermercato tradizionale, i cui margini operativi e multipli di mercato costituiscono un riferimento rilevante per la valutazione della rete Sigma di Realco.
Carrefour	Carrefour SA	Carrefour SA è una delle principali catene mondiali della grande distribuzione alimentare, fondata ad Annecy nel 1959 e con sede in Francia. Presente in circa 30 paesi con una pluralità di formati — ipermercati, supermercati e negozi di prossimità — rappresenta il secondo gruppo europeo della GDO per fatturato. È inclusa nel campione in quanto operatore di riferimento europeo per la determinazione dei multipli del formato supermercato e dei margini operativi della distribuzione alimentare organizzata.
coles group	Coles Group Limited	Coles Group Limited è una delle principali catene di supermercati australiane, fondata nel 1914 e con sede a Melbourne. Gestisce circa 846 punti vendita con oltre 120.000 dipendenti, detenendo una quota di mercato di circa il 27% nel settore alimentare australiano. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore della GDO con un modello di supermercato tradizionale operante in un mercato maturo e concentrato, assimilabile per struttura competitiva al contesto italiano.
empire COMPANY LIMITED	Empire Company Limited	Empire Company Limited è il secondo gruppo canadese della distribuzione alimentare, fondato nel 1963 e con sede a Stellarton, Nova Scotia. Attraverso la catena Sobeys e altri marchi — tra cui Safeway, IGA e FreshCo — gestisce oltre 1.500 punti vendita in franchising e a gestione diretta. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore cooperativo-federato della GDO con un modello misto di gestione diretta e affiliazione, assimilabile per struttura organizzativa al Gruppo Realco.
J Sainsbury plc	J Sainsbury plc	J Sainsbury plc è la seconda catena di supermercati del Regno Unito, fondata nel 1869 e quotata alla Borsa di Londra. Opera con il marchio Sainsbury's attraverso una rete capillare di punti vendita di diverse dimensioni, dal supermercato di quartiere al grande store. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore europeo maturo del formato supermercato tradizionale, con margini operativi e struttura dei costi comparabili a quelli della rete Sigma di Realco.
K	Kesko Oyj	Kesko Oyj è uno dei principali operatori finlandesi della distribuzione alimentare, con una divisione commerciale che gestisce l'approvvigionamento centralizzato, la logistica e lo sviluppo della rete di punti vendita attraverso un modello federato. La struttura operativa, che combina una centrale di acquisto

Supermercati	Company Name	Descrizione
		e logistica con una rete di punti vendita gestiti da operatori indipendenti affiliati, presenta significative analogie con il modello di Realco, rendendola il comparable quotato strutturalmente più vicino al perimetro oggetto di stima.
Ahold Delhaize	Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Koninklijke Ahold Delhaize N.V. è un gruppo olandese della grande distribuzione nato nel 2016 dalla fusione di Ahold e Delhaize, con sede a Zaandam. Con 22 insegne, oltre 6.500 negozi in 11 paesi e circa 375.000 dipendenti, è uno dei principali operatori mondiali della GDO alimentare. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore multi-formato e multi-paese con una presenza rilevante nel formato supermercato tradizionale in mercati europei maturi.
Loblaw Companies Limited	Loblaw Companies Limited	Loblaw Companies Limited è il principale distributore alimentare del Canada, fondato nel 1919 e con sede a Brampton, Ontario. Gestisce oltre 2.400 punti vendita attraverso diverse insegne, tra cui Loblaws, No Frills e Real Canadian Superstore, con una significativa componente di prodotti a marchio del distributore. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore integrato della GDO con una forte componente di private label, dinamica sempre più rilevante anche nel contesto competitivo italiano.
MİGROS TİCARET A.Ş.	Migros Ticaret A.S.	Migros Ticaret A.S. è il principale retailer alimentare turco, con oltre 3.500 punti vendita e una forte focalizzazione su prodotti freschi e tecnologia nei punti vendita. Opera in un mercato in rapida evoluzione con dinamiche competitive per certi aspetti assimilabili a quelle dei mercati europei in fase di consolidamento. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore della GDO con un formato supermercato di prossimità e margini operativi comparabili a quelli della rete Sigma.
TESCO	Tesco PLC	Tesco PLC è il principale operatore della grande distribuzione alimentare nel Regno Unito, fondato nel 1919 e con sede a Welwyn Garden City. Con una quota di mercato di circa il 28% nel settore alimentare britannico, opera attraverso una pluralità di formati, dal grande ipermercato al negozio di prossimità, in diversi paesi europei e asiatici. È inclusa nel campione in quanto operatore di riferimento globale per la determinazione dei multipli del formato supermercato e dei parametri del tasso di attualizzazione.
Kroger	The Kroger Co.	The Kroger Co. è la più grande catena di supermercati degli Stati Uniti per fatturato, fondata nel 1883 a Cincinnati, Ohio. Con oltre 115 miliardi di dollari di ricavi nell'esercizio 2016 e una rete capillare di punti vendita in tutto il territorio nordamericano, rappresenta il benchmark di riferimento per la determinazione dei multipli del formato supermercato integrato su larga scala. È inclusa nel campione in quanto operatore di riferimento per la valutazione dei parametri di redditività normalizzata della distribuzione alimentare organizzata.
woolworths The fresh food people	Woolworths Group Limited	Woolworths Group Limited è il principale operatore della grande distribuzione in Australia e Nuova Zelanda, fondato nel 1924 e con sede a Bella Vista, NSW. Gestisce supermercati a insegna Woolworths, grandi magazzini discount BIG W e servizi B2B, servendo milioni di clienti con prodotti alimentari e beni di consumo. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore della GDO con un formato supermercato tradizionale operante in un mercato maturo e concentrato, con margini operativi comparabili a quelli della rete Sigma di Realco.

Infine, è riportato il dettaglio dei *comparable* quotati utilizzati per la valutazione del Centro Distributivo e del Cash & Carry:

CeDi e Cash	Company Name	Descrizione
COLRUYTGROUP	Colruyt Group N.V.	Colruyt Group N.V. è un gruppo belga della distribuzione organizzata fondato nel 1950, che gestisce un'ampia rete di supermercati e cash & carry in Belgio, Francia e Lussemburgo. La sua rilevanza come comparable per il CeDi di Realco risiede nell'operatività di una piattaforma logistica centralizzata a servizio di una rete distributiva multi-formato, con una struttura dei costi e dei margini assimilabile a quella di un centro distributivo della GDO cooperativa.

CeDi e Cash	Company Name	Descrizione
EUROCASH	Eurocash S.A.	Eurocash S.A. è un gruppo polacco della distribuzione organizzata quotato alla Borsa di Varsavia, che gestisce catene cash & carry e reti di vendita al dettaglio in franchising tra cui ABC, Delikatesy Centrum e Lewiatan. Costituisce un riferimento particolarmente pertinente per il CeDi di Realco in ragione del modello operativo, che combina la distribuzione all'ingrosso verso operatori indipendenti con la gestione di insegne in licenza, analogamente alla funzione svolta dal CeDi di Reggio Emilia a beneficio della rete dei soci cooperatori.
METRO	Metro AG	Metro AG è un gruppo internazionale leader nel commercio all'ingrosso con sede a Düsseldorf, specializzato nel servire il settore HoReCa e i commercianti attraverso store cash & carry e servizi di consegna. Opera in Europa e Asia con circa 15 milioni di clienti. È incluso nel campione in quanto rappresentativo di un operatore logistico-distributivo di grandi dimensioni con marginalità operative comparabili a quelle di un centro di distribuzione alimentare all'ingrosso.
PFG Performance Food Group	Performance Food Group Company	Performance Food Group Company è il terzo distributore di servizi alimentari negli Stati Uniti, dopo Sysco e US Foods. Distribuisce prodotti freschi, surgelati e secchi a operatori della ristorazione e della grande distribuzione attraverso una rete logistica capillare. Costituisce un riferimento per la determinazione dei multipli e dei margini operativi di un centro distributivo alimentare su larga scala.
Premium Brands	Premium Brands Holdings Corporation	Premium Brands Holdings Corporation è una società canadese quotata alla Borsa di Toronto, attiva nella produzione e distribuzione di specialità alimentari. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un operatore integrato nella filiera alimentare con una componente logistica e distributiva rilevante, i cui margini operativi offrono un termine di confronto per la valutazione del CeDi.
Sligro	Sligro Food Group N.V.	Sligro Food Group N.V. è una società olandese attiva nella distribuzione alimentare, che gestisce una rete nazionale di cash & carry e servizi di consegna rivolti al settore dell'ospitalità, della ristorazione collettiva e del commercio al dettaglio indipendente. Il modello operativo, distribuzione all'ingrosso verso operatori terzi combinata con servizi logistici integrati, è quello più direttamente assimilabile alla funzione svolta dal CeDi di Realco a beneficio dei soci cooperatori e della rete di punti vendita.
Sysco	Sysco Corporation	Sysco Corporation è la principale multinazionale americana di distribuzione alimentare, che commercializza e distribuisce prodotti a ristoranti, strutture sanitarie, scolastiche e sportive negli Stati Uniti e a livello internazionale. È inclusa nel campione in quanto operatore di riferimento globale per la determinazione dei multipli di settore della distribuzione alimentare all'ingrosso.
chefswarehouse	The Chefs' Warehouse, Inc.	The Chefs' Warehouse Inc. è una società americana specializzata nella distribuzione di prodotti alimentari di alta qualità a ristoranti e operatori del settore food service negli Stati Uniti e in Canada. È inclusa nel campione in quanto rappresentativa di un distributore alimentare specializzato con margini operativi e struttura dei costi comparabili a quelli di un centro distributivo della GDO.
UNFI BETTER FOOD. BETTER FUTURE.	United Natural Foods, Inc.	United Natural Foods Inc. (UNFI) è il principale distributore all'ingrosso di alimenti naturali e biologici quotato in borsa negli Stati Uniti e in Canada, nonché principale fornitore di Whole Foods Market. Gestisce oltre 400.000 referenze attraverso una rete di oltre 70 strutture di distribuzione. È incluso nel campione in ragione della scala operativa e della struttura logistica centralizzata, comparabili per complessità organizzativa a quella del CeDi di Realco.
US FOODS	US Foods Holding Corp.	US Foods Holding Corp. è uno dei principali distributori di prodotti alimentari negli Stati Uniti, con oltre 70 strutture di distribuzione e una flotta di circa 6.500 camion a servizio di oltre 400.000 referenze. Fornisce prodotti freschi, surgelati e secchi a operatori del settore alimentare su tutto il territorio nazionale. È incluso nel campione come riferimento per la determinazione dei multipli e dei margini operativi della distribuzione alimentare all'ingrosso su larga scala.

La selezione dei *comparable* non quotati è stata effettuata con approccio differenziato per i tre segmenti valutativi: punti vendita Discount, punti vendita Supermercati e CeDi/C&C.

Per i canali Discount e Supermercati, il campione di *comparable* non quotati è stato estratto dalla banca dati AIDA - Bureau van Dijk (export del 30 marzo 2026), applicando i seguenti criteri di selezione booleana: (i) presenza territoriale nelle province di Reggio Emilia, Parma, Modena, Bologna, Piacenza e Massa-Carrara, in quanto rappresentative del bacino geografico di operatività della rete Realco; (ii) stato giuridico attivo; (iii) valore della produzione compreso tra Euro 250.000 e Euro 7.500.000 in almeno uno degli esercizi 2020-2024, fascia dimensionale coerente con quella dei singoli punti vendita oggetto di stima; (iv) codici ATECO 47.11.2 (Supermercati) e 47.11.3 (Discount alimentari). Il campione complessivo risultante è di 50 società, di cui 43 relative al *trade* e 7 relative ai *discount*.

Le incidenze medie di EBITDA, EBIT e rimanenze sui ricavi, utili a fini valutativi, come si osserverà nei successivi paragrafi, sono state calcolate su base annua per il quadriennio 2021-2024. Per il canale Discount le società individuate con le caratteristiche di maggiore comparabilità con i singoli punti vendita ECU/Economy, di cui si riportano i principali indicatori, sono le seguenti:

Società	EBITDA/Vendite (media)	EBIT/Vendite (media)	Rimanenze/Vendite (media)
DAST SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	1,73%	0,67%	3,61%
ELLISSE S.R.L.	4,79%	3,11%	2,06%
EURO SAN GIORGIO S.R.L.	1,58%	0,88%	3,70%
LA VALLE DELL'ECU SRL	3,47%	3,23%	4,80%
NIKLA SRL	2,10%	1,34%	2,67%
T.E.A. S.R.L.	3,16%	2,11%	1,92%
VALSAMBRO DISCOUNT S.R.L.	1,36%	1,14%	4,15%
Media del campione	**2,60%**	**1,78%**	**3,27%**

La scelta di utilizzare la media del campione, piuttosto che la redditività del singolo punto vendita oggetto di valutazione, risponde all'esigenza di neutralizzare le specificità gestionali dei singoli operatori (visto lo stato di difficoltà di Realco) e di ottenere un dato rappresentativo delle condizioni normali di redditività del format discount di piccola-media dimensione nel territorio di operatività di Realco.

Per il canale Supermercati, il medesimo campione società è stato filtrato per i soli codici ATECO 47.11.2 (Supermercati), escludendo i discount puri. Le principali società individuate come maggiormente comparabili con i punti vendita Sigma oggetto di stima sono le seguenti:

Società	EBITDA/Vendite (media)	EBIT/Vendite (media)	Rimanenze/Vendite (media)
A.E.B. SRL	2,29%	1,18%	5,08%
ACQUARIO SUPERMERCATI SRL	2,49%	0,67%	4,87%
AL. BA. S.R.L.	5,66%	4,11%	4,08%
ALIMENTARI PEGASO SRL	3,35%	0,31%	3,96%
B&B S.R.L.	2,30%	2,10%	5,12%
BE.MA SRL	3,77%	2,09%	8,97%

Società	EBITDA/Vendite (media)	EBIT/Vendite (media)	Rimanenze/Vendite (media)
BENATI S.R.L.	4,00%	3,24%	4,98%
BON GUST S.R.L.	1,98%	1,90%	6,01%
BONTER SRL	3,86%	2,48%	13,02%
CENTRO ALIMENTARE CASTENASO - S.R.L.	1,48%	0,27%	4,14%
CENTRO SPESA SERRA SRLS	1,97%	0,94%	5,11%
DALICE SUPERMERCATI SRL	0,41%	0,23%	6,06%
DISCOUNT GOLDONI S.R.L.	3,06%	2,60%	2,13%
ELGA SRL	2,10%	0,10%	4,39%
EURONOCETO S.R.L.	2,22%	1,34%	3,06%
FLYNET 22 S.R.L.	3,75%	3,20%	8,40%
FOR FAMILY SRL	1,58%	1,51%	7,84%
G13 SRL	1,48%	1,46%	4,16%
GES.COM DOLFA S.R.L.	0,46%	0,35%	6,66%
GICO S.R.L.	0,07%	0,04%	8,54%
GOLINELLI 1975 S.R.L.	3,96%	1,74%	4,16%
LA MACINA S.R.L.	1,01%	0,47%	5,73%
MADONNINA 2 S.R.L.	1,17%	0,53%	2,83%
MARKET AVENZA S.R.L.	2,11%	0,09%	8,27%
MOZZI SILVANA & C. S.R.L.	1,34%	0,67%	11,63%
MPT S.R.L.	0,85%	0,59%	21,11%
NEWCO SRL	7,01%	3,71%	6,33%
NI.MAR. SRL	0,39%	0,16%	4,57%
ORFEA SRL	5,52%	3,66%	2,74%
OTTOEMME CARPINETI SRL	0,77%	0,56%	5,17%
PIRU PIRU SRL	0,18%	0,00%	6,47%
QUADRIFOGLIO S.R.L.	1,24%	0,14%	8,51%
SAPORI DI PIACENZA SRL	0,98%	0,97%	2,75%
SUPERMERCATI CROCETTA SRL	2,66%	1,14%	4,74%
SUPERMERCATI SASSUOLO S.R.L.	4,40%	2,82%	3,85%
SUPERMERCATO AD MAIORA S.R.L.	3,25%	3,24%	4,79%
SUPERMERCATO BOVALDO S.R.L.	0,74%	0,71%	4,02%
SUPERMERCATO EDERA SRL	3,80%	2,34%	3,37%
SUPERMERCATO IL GIRASOLE S.R.L.	3,85%	3,81%	5,59%
SUPERMERCATO LA PIAZZETTA S.R.L.	0,82%	0,76%	9,93%
SUPERMERCATO MINERBIO SRL	1,93%	0,76%	4,58%
SUPERMERCATO PARCO SRL	3,69%	1,78%	2,14%
SUPERMERCATO SAVIGNANO SRL	1,92%	1,76%	4,73%
Totale	**2,37%**	**1,45%**	**5,92%**

Per il Centro Distributivo ed il Cash & Carry il criterio geografico locale non è applicabile, in quanto i centri di distribuzione all'ingrosso alimentare di dimensioni comparabili operano su scala nazionale. Il campione di 34 società è stato costruito su base nazionale includendo operatori della distribuzione organizzata, dei centri distributivi delle principali unioni volontarie e dei consorzi della GDO italiana, con codici ATECO prevalenti 46.39 (Commercio all'ingrosso non specializzato di prodotti alimentari, bevande e tabacco) e affini. Le principali società del campione, di cui si riportano gli indicatori medi calcolati sul totale aggregato del periodo 2021-2024, sono le seguenti:

Gruppo/Società	EBITDA/Vendite (media)	EBIT/Vendite (media)	Rimanenze/Vendite (media)
C.D. GEST - S.R.L.	3,0%	2,4%	7,3%
COMMERCIANTI INDIPENDENTI ASSOCIATI - SOCIETA' COOPERATIVA	5,3%	2,9%	2,8%
CONAD ADRIATICO SOCIETA' COOPERATIVA	3,5%	3,1%	3,9%
CONAD CENTRO NORD SOCIETA' COOPERATIVA	3,7%	2,6%	4,2%
CONAD NORD OVEST SOCIETA' COOPERATIVA	2,2%	1,4%	4,8%
DETTAGLIANTI ALIMENTARI ORGANIZZATI SOCIETA' COOPERATIVA IN SIGLA D.A.O. SOCIETA' COOPERATIVA	1,0%	0,6%	5,8%
PAC 2000 A SOCIETA' COOPERATIVA	1,9%	1,0%	3,7%
SAIT CONSORZIO DELLE COOPERATIVE DI CONSUMO TRENTINE SOCIETA' COOPERATIVA	2,1%	1,1%	6,9%
ALIMENTARISTI RIUNITI CENTRO VALTELLINA - ARCEV SOCIETA' COOPERATIVA	-0,1%	-1,4%	4,9%
AMA - CRAI EST SOCIETA' COOPERATIVA	0,9%	0,2%	6,6%
CODE' CRAI OVEST S.P.A.	-0,3%	-0,8%	4,3%
CRAI TIRRENO S.P.A.	0,0%	-0,3%	0,0%
DISTRIBUZIONE SICILIANO S.R.L.	0,7%	0,0%	10,3%
FRATELLI IBBA S.R.L.	2,6%	1,9%	6,1%
S.I.L.D.A. S.R.L. - SOCIETA' INDUSTRIALE LAVORAZIONE DERRATE ALIMENTARI.-	1,3%	0,9%	29,5%
CE.DI. SIGMA CAMPANIA S.P.A.	3,0%	2,2%	11,5%
CONSORZIO EUROPA S.C.P.A.	1,3%	0,2%	7,0%
REALCO SOCIETA' COOPERATIVA O, IN FORMA ABBREVIATA, REALCO S.C.	1,0%	-0,8%	5,3%
SISA SICILIA S.P.A.	3,2%	2,9%	9,7%
SUPERCENTRO S.P.A.	3,0%	1,7%	11,0%
SUPERMERCATI CONSORZIATI SARDEGNA SOCIETA' CONSORTILE A RESPONSAB ILITA' LIMITATA	0,5%	0,4%	3,3%
INGROSS LEVANTE S.P.A.	3,7%	2,9%	14,9%
CE.DI. GROS - SOCIETA' CONSORTILE A RESPONSABILITA' LIMITATA (IN BREVE CE.DI. GROS - S.C. A R.L.)	0,3%	0,1%	4,9%
CE.DI. MARCHE - SOCIETA' COOPERATIVA	3,4%	2,4%	6,8%
GMF S.R.L.	3,7%	2,4%	9,1%
MAXI DI S.R.L.	6,5%	3,3%	10,5%
MEGAMARK S.R.L.	1,8%	1,4%	3,7%
UNICOMM S.R.L.	5,1%	3,5%	7,3%
APULIA DISTRIBUZIONE S.R.L.	3,5%	2,9%	5,9%
COAL - SOCIETA' COOPERATIVA A R.L.	2,9%	1,5%	5,8%
INDUSTRIA SERVIZI AGROALIMENTARI S.P.A. I.S.A. SPA	5,0%	3,3%	11,3%
MODERNA 2020 S.R.L.	1,7%	0,6%	14,0%
MULTICEDI S.R.L.	2,9%	2,3%	5,1%
VEGA - SOCIETA' COOPERATIVA	1,0%	0,6%	6,3%
Totale complessivo	**3,08%**	**1,89%**	**5,84%**

La presenza di Realco stessa nel campione, con EBITDA/Vendite medio del 1,0% e EBIT/Vendite medio negativo (-0,8%) nel periodo 2021-2024, rende particolarmente evidente il divario tra la *performance* storica della Cooperativa e quella media del settore. Tale divario non è imputabile solo a differenze strutturali nel modello di *business*, ma riflette anche le inefficienze operative e la crisi finanziaria che hanno caratterizzato il Gruppo negli ultimi esercizi. In un'ottica di continuità con un nuovo soggetto acquirente, il ripristino dei margini ai livelli medi di settore (3,08% EBITDA) è l'assunzione prospettica più corretta, in quanto misura la

redditività normalizzata di un centro distributivo o di un cash & carry con caratteristiche analoghe gestito in condizioni di equilibrio operativo.

3.3 IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

Il metodo basato sui multipli fornisce una valutazione di tipo relativo che si propone di determinare il valore di un'azienda (*Enterprise Value*) o quello del suo capitale (*Equity Value*) sulla base di analisi effettuate mediante l'ausilio delle quotazioni di mercato di società similari. In particolare, i moltiplicatori di borsa consentono di desumere prezzi probabili con riferimento ad alcune grandezze economico-finanziarie che risultano dai valori espressi da società quotate comparabili.

Per essere correttamente applicato, il criterio dei multipli richiede: (i) l'individuazione del soggetto da valutare e della grandezza da stimare (*Enterprise Value* vs. *Equity Value*); (ii) l'individuazione delle società comparabili; (iii) l'individuazione della grandezza rispetto alla quale calcolare il multiplo; (iv) la determinazione del multiplo per ciascuna società comparabile; (v) il calcolo del multiplo del campione; (vi) l'applicazione del multiplo del campione alla grandezza del soggetto valutato, ottenendo così la stima del valore.

Nel caso in esame il metodo dei multipli è applicato in parallelo al metodo reddituale a rendita perpetua, con uguale peso nella determinazione del valore finale. La scelta del multiplo EV/EBITDA è in linea con la prassi professionale consolidata nel settore della distribuzione al dettaglio. L'EBITDA costituisce una grandezza che approssima il concetto di flusso di cassa tipico, in quanto rappresentativa dell'attività caratteristica svolta dall'impresa, dei potenziali flussi di cassa da essa ritraibili, ed è meno influenzata rispetto all'utile netto dalle politiche di bilancio e dalla struttura finanziaria. Il multiplo EV/EBIT è utilizzato in affiancamento all'EV/EBITDA, in quanto incorpora l'effetto degli ammortamenti e consente di apprezzare la redditività operativa anche dopo la remunerazione del capitale investito in immobilizzazioni, fornendo un intervallo di valori più robusto rispetto all'utilizzo del solo EV/EBITDA.

I margini di riferimento applicati ai multipli sono determinati sulla base dei fatturati storici dei punti vendita oggetto di valutazione degli esercizi 2022-2025 ai quali vengono applicati le condizioni di redditività media di settore rilevate sul campione di comparable non quotati. I margini medi di settore, desunti dal campione di comparable AIDA, rappresentano il riferimento più appropriato per stimare la redditività normalizzata che ciascun punto vendita potrebbe esprimere in condizioni di ordinaria operatività sotto la guida di un acquirente efficiente.

3.3.1 Multipli per il canale Discount

Per il canale Discount il campione di società quotate comparabili è stato selezionato tra operatori specializzati nel segmento del commercio al dettaglio a basso costo e nel discount alimentare, con presenza prevalente nei mercati europei e nordamericani. Il campione comprende le società riportate nella seguente tabella.

Nome	Informazioni azienda		EV/EBITDA	EV/EBIT	
	Paese	Capitalizzazione di mercato (EUR)	2025	2025	Indice
B&M European Value Retail plc	Luxembourg	1,94 Miliardi	5,90x	6,90x	MSCI Eafe Index
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.	Spain	2,13 Miliardi	6,10x	20,80x	MSCI Eafe Index
Dollar General Corporation	United States	24,89 Miliardi	15,70x	23,60x	S&P 500
Dollar Tree, Inc.	United States	20,83 Miliardi	15,20x	20,50x	S&P 500
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Portugal	12,73 Miliardi	6,50x	12,10x	MSCI Eafe Index
Pepco Group N.V.	United Kingdom	4,10 Miliardi	9,30x	13,80x	MSCI Eafe Index
Media			9,78x	16,28x	
Mediana			**7,90x**	**17,15x**	
Mediana di settore - Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità			10,20x	13,90x	

I multipli EV/EBITDA e EV/EBIT sono stati rilevati con riferimento all'esercizio 2025. Il campione esprime una media EV/EBITDA di 9,78x e una mediana di 7,90x; una media EV/EBIT di 16,28x e una mediana di 17,15x. Nel caso di specie si è utilizzata la mediana del campione selezionato.

3.3.2 Multipli per il canale Supermercati

Per il canale Supermercati il campione è composto da operatori della grande distribuzione organizzata alimentare, con presenza prevalente nei mercati anglosassoni, nordeuropei e nordamericani. Il campione è riportato nella seguente tabella:

Nome	Informazioni azienda	Dati finanziari (EUR)	EV/EBITDA	EV/EBIT	
	Paese	Capitalizzazione di mercato (EUR)	2025	2025	Indice
Albertsons Companies, Inc.	United States	8,03 Miliardi	6,20x	11,50x	S&P 500
Carrefour SA	France	10,05 Miliardi	5,50x	11,30x	MSCI Eafe Index
Coles Group Limited	Australia	16,29 Miliardi	14,50x	19,50x	MSCI Eafe Index
Empire Company Limited	Canada	6,80 Miliardi	7,70x	14,10x	S&P/TSX Composite Index
J Sainsbury plc	United Kingdom	8,32 Miliardi	8,40x	12,30x	MSCI Eafe Index
Kesko Oyj	Finland	7,67 Miliardi	8,30x	15,70x	MSCI Eafe Index
Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Netherlands	31,02 Miliardi	6,20x	12,40x	MSCI Eafe Index
Loblaw Companies Limited	Canada	45,30 Miliardi	12,00x	18,30x	S&P/TSX Composite Index
Migros Ticaret A.S.	Turkey	1,87 Miliardi	3,50x	7,90x	MSCI Em (emerging Markets) Index
Tesco PLC	United Kingdom	32,22 Miliardi	8,90x	12,50x	MSCI Eafe Index
The Kroger Co.	United States	33,68 Miliardi	7,60x	13,00x	S&P 500
Woolworths Group Limited	Australia	20,37 Miliardi	13,90x	21,00x	MSCI Eafe Index
Media			8,56x	14,13x	
Mediana			**8,00x**	**12,75x**	
Mediana di settore - Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità			10,20x	13,90x	

I multipli rilevati con riferimento all'esercizio 2025 esprimono una media EV/EBITDA di 8,56x e una mediana di 8,00x; una media EV/EBIT di 14,13x e una mediana di 12,75x. Nel caso di specie si è utilizzata la mediana del campione selezionato.

3.3.3 Multipli per il Centro Distributivo e Cash & Carry

Per il Centro Distributivo ed il Cash & Carry il campione è stato costruito con riferimento a operatori specializzati nella distribuzione all'ingrosso di prodotti alimentari, con presenza prevalente nei mercati nordamericani ed europei. Il campione è riportato di seguito:

	Informazioni azienda		EV/EBITDA	EV/EBIT	
Nome	Paese	Capitalizzazione di mercato (EUR)	2025	2025	Indice
Colruyt Group N.V.	Belgium	3,77 Miliardi	5,20x	8,70x	MSCI Eafe Index
Eurocash S.A.	Poland	206,63 Milioni	3,30x	9,70x	MSCI Em (emerging Markets) Index
Metro AG	Germany	2,07 Miliardi	13,30x	67,30x	MSCI Eafe Index
Performance Food Group Company	United States	12,01 Miliardi	14,40x	27,00x	S&P 500
Premium Brands Holdings Corporation	Canada	2,82 Miliardi	10,70x	15,50x	S&P/TSX Composite Index
Sligro Food Group N.V.	Netherlands	445,52 Milioni	5,60x	15,00x	MSCI Eafe Index
Sysco Corporation	United States	30,05 Miliardi	11,10x	14,20x	S&P 500
The Chefs' Warehouse, Inc.	United States	2,16 Miliardi	13,20x	21,60x	S&P 500
United Natural Foods, Inc.	United States	1,75 Miliardi	11,00x	30,90x	S&P 500
US Foods Holding Corp.	United States	14,30 Miliardi	11,50x	14,70x	S&P 500
Media			9,93x	22,46x	
Mediana			**11,05x**	**15,25x**	
Mediana di settore - Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità			10,20x	13,90x	

I multipli rilevati con riferimento all'esercizio 2025 esprimono una media EV/EBITDA di 9,93x e una mediana di 11,05x; una media EV/EBIT di 22,46x e una mediana 15,25x. Nel caso di specie si è utilizzata la mediana del campione selezionato.

3.3.4 Determinazione dei multipli applicati e sconti per tipologia operativa

I multipli di mercato ricavati dal campione di società quotate esprimono valori riferiti a operatori caratterizzati da piena liquidità, dimensioni significative e accesso a mercati regolamentati. La loro applicazione diretta a un compendio aziendale quale quello di Realco, non quotato, operante in un contesto di procedura concorsuale e con una rete di punti vendita di dimensioni medie significativamente inferiori a quelle dei comparable, richiederebbe una rettifica per tenere conto delle differenze strutturali tra il soggetto valutato e il campione di riferimento.

La letteratura economica e la prassi professionale riconoscono unanimemente l'esistenza di uno sconto di illiquidità applicabile nella valutazione di *asset* non quotati rispetto ai multipli osservabili sul mercato. Tale sconto trova fondamento nel fatto che la mancanza di un mercato regolamentato genera oneri aggiuntivi per l'investitore, riconducibili ai maggiori costi di transazione, al costo opportunità connesso ai tempi di ricerca della controparte e all'esposizione a rischi specifici e sistemici durante il periodo di illiquidità. Le evidenze empiriche documentate in letteratura indicano sconti mediamente compresi tra il 20% e il 30% per le imprese private rispetto ai multipli delle quotate comparabili, con valori specifici di circa

il 20% sui multipli EV/EBITDA e di circa il 28% sui multipli EV/EBIT (Koeplin, Sarin e Shapiro, 2000)[1].

In coerenza con tali evidenze, i multipli mediani del campione quotato sono stati rettificati applicando uno sconto base di illiquidità pari al 20,39% sull'EV/EBITDA e al 28,26% sull'EV/EBIT. Tali valori riflettono le evidenze empiriche di mercato per operatori non quotati di dimensioni comparabili e sono coerenti con la prassi professionale consolidata.

A tale sconto base è stato aggiunto un ulteriore sconto specifico per ciascuna tipologia operativa, volto a riflettere il profilo di rischio differenziato delle singole categorie di asset in ragione della loro condizione operativa alla Data di Riferimento. In particolare:

I punti vendita Discount e Supermercati in gestione diretta in continuità hanno ricevuto un ulteriore sconto del 10%, a riflettere l'incertezza connessa al contesto di crisi del Gruppo e alla necessità di stabilizzare le *performance* operative sotto una nuova gestione, pur in presenza di continuità dell'attività alla Data di Riferimento.

I punti vendita temporaneamente chiusi hanno ricevuto un ulteriore sconto del 40%, a riflettere l'elevata aleatorietà del riavvio dell'attività, il deterioramento dell'avviamento commerciale conseguente alla chiusura e il rischio che la clientela si sia stabilmente orientata verso punti vendita concorrenti durante il periodo di inattività.

Il Centro Distributivo ed il Cash & Carry hanno ricevuto un ulteriore sconto del 20%, a riflettere la maggiore variabilità dei comparable nazionali rispetto ai comparable locali dei punti vendita e il rischio di esecuzione connesso al trasferimento della complessa struttura organizzativa e delle relazioni commerciali del CeDi a un nuovo soggetto acquirente.

I multipli risultanti dall'applicazione degli sconti complessivi sono riepilogati nella tabella seguente:

Segmento	Sconto illiquidità EV/EBITDA	Sconto aggiuntivo	Multiplo EV/EBITDA applicato	Sconto illiquidità EV/EBIT	Sconto aggiuntivo	Multiplo EV/EBIT applicato
Discount in continuità	20,39%	10,00%	**5,50x**	28,26%	10,00%	**10,59x**
Discount chiusi	20,39%	40,00%	**3,13x**	28,26%	40,00%	**5,44x**
Supermercati in continuità	20,39%	10,00%	**5,57x**	28,26%	10,00%	**7,87x**
Supermercati chiusi	20,39%	40,00%	**3,17x**	28,26%	40,00%	**4,05x**
Centro Distributivo e Cash & Carry	20,39%	20,00%	**6,59x**	28,26%	20,00%	**7,89x**

Gli sconti applicati riflettono congiuntamente tre fattori: (i) il differenziale dimensionale tra le società quotate del campione e le unità operative oggetto di stima; (ii) la minore liquidabilità

[1] Koeplin, J., Sarin, A., & Shapiro, A. C. (2000). THE PRIVATE COMPANY DISCOUNT. Journal of Applied Corporate Finance, 12(4), 94–101. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00022.x

degli asset rispetto a titoli azionari quotati; (iii) il rischio di esecuzione legato al contesto di difficoltà del Gruppo Realco e alla limitata visibilità sui risultati prospettici, che, nel metodo reddituale, si traduce nell'*execution risk* incorporato nel tasso di attualizzazione come illustrato nei paragrafi successivi.

3.4 IL METODO DCF A FASE UNICA

3.4.1 Struttura del modello e ipotesi di base

La teoria per la valutazione degli investimenti prevede che il valore aziendale corrisponda ai flussi netti di cassa attesi dall'investitore (fondi propri e debiti) attualizzati con un tasso di sconto che tenga conto dei rischi e del valore temporale del denaro.

Nella pratica, questo valore è stimato sulla base dei futuri *cash-flow* liberi, i quali vengono scontati ad un tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* – "WACC"). I *cash-flow* liberi (*Free Cash Flow* – "*FCF*") corrispondono ai *cash-flow* operativi lordi dopo le deduzioni per gli investimenti relativi agli attivi immobilizzati e correnti.

Il valore aziendale operativo è ottenuto attualizzando e sommando i FCF futuri durante il periodo in esame ed il valore residuo al termine del periodo di proiezione (*Terminal Value* – "TV"). Questo valore residuo sottintende l'ipotesi di continuità dell'attività, dove il FCF sostenibile annuo viene capitalizzato come una rendita perpetua (cosiddetta formula di proseguimento).

Al valore economico degli attivi determinato con la capitalizzazione dei FCF di piano maggiorati del TV, vanno sommati algebricamente la posizione finanziaria netta ("PFN") e gli eventuali *Surplus Asset/Liability* (SAL). Questi ultimi sono rispettivamente dati dalla somma algebrica delle fonti di finanziamento derivanti da capitale di prestito, nettate delle disponibilità liquide esistenti, e dai beni o debiti facenti parte del patrimonio della Società, ma non utilizzati nel processo produttivo.

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico è così rappresentabile:

$$Equity\ Value = \sum_{i=1}^{n} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + TV + SAL - PFN$$

Dove:
FCF = Free Cash Flow, o flusso di cassa della gestione operativa;
WACC = Weighted Average Cost of Capital, o costo medio ponderato del capitale;
n = periodo di previsione esplicita;

TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;
SAL = Surplus Asset/Liabilities;
PFN = Posizione Finanziaria Netta.

Il modello appena descritto è il DCF c.d. in due fasi: la prima fase di pianificazione esplicita e la seconda, il Terminal Value, di pianificazione sintetica in continuità nel tempo.

Nel caso di specie, non disponendo di una pianificazione esplicita, è stato utilizzato un modello a fase unica in cui la stima del valore della società è determinata unicamente dalla capitalizzazione, a un tasso appropriato, dell' "*unlevered free cash flow* di mantenimento" che essa è in grado di generare in condizioni di ordinaria operatività. La grandezza di riferimento è il NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), ossia il risultato operativo al netto delle imposte figurative, che rappresenta la remunerazione spettante alla totalità dei fornitori di capitale, sia di debito sia di rischio, prima degli oneri finanziari. La variazione del capitale circolante netto è considerata pari a 0 in quanto viene considerata unicamente la crescita inerziale *"g"*. I Capex di mantenimento sono considerati pari agli ammortamenti. In base alle assunzioni appena riportate l'*unlevered free cash flow* dei singoli punti vendita risulta pari al *NOPAT*.

L'utilizzo del NOPAT come base di capitalizzazione è pertanto coerente con la prospettiva *unlevered* adottata nella presente stima, nella quale il valore determinato è un Enterprise Value, indipendente dalla struttura finanziaria del soggetto cedente.

L'ipotesi di rendita perpetua, anziché di un modello a flussi espliciti, è giustificata dalla natura dell'oggetto di stima: i singoli punti vendita, il Centro Distributivo ed il Cash & Carry sono unità operative con un profilo di ricavi relativamente stabile nel tempo, per le quali la costruzione di piani finanziari analitici pluriennali non sarebbe supportata da un grado di attendibilità sufficiente, in ragione sia della situazione di crisi in atto sia della limitata visibilità prospettica dei singoli punti vendita. La rendita perpetua consente di sintetizzare in un unico parametro, il NOPAT normalizzato, la capacità reddituale strutturale dell'unità operativa, depurata dalle distorsioni congiunturali.

Il NOPAT normalizzato è determinato applicando al fatturato medio degli esercizi 2022-2025 di ciascun punto vendita il margine EBIT medio di settore desunto dal campione di comparable non quotati, al netto di un'aliquota fiscale teorica del 27,9% (IRES+IRAP), coerente con quella adottata per il calcolo dei flussi operativi nei multipli. Come detto, la scelta di utilizzare i margini di settore, anziché i margini storici di Realco, sistematicamente inferiori alla media a causa della crisi strutturale, risponde all'esigenza di stimare la redditività normalizzata che ciascuna unità potrebbe esprimere in condizioni di ordinaria operatività sotto la guida di un acquirente efficiente.

La formula di capitalizzazione a rendita perpetua è la seguente:

$$EV = \frac{NOPAT\ normalizzato}{(WACC - g)}$$

Dove:
WACC = costo medio ponderato del capitale;
g = tasso di crescita atteso di lungo periodo dei flussi operativi

Il tasso di sconto che si applica per la capitalizzazione corrisponde al costo medio ponderato del capitale – WACC. Quest'ultimo si basa su una stima della struttura del capitale dell'azienda e distingue il costo del capitale proprio dal costo del debito. Il costo del capitale proprio si compone di più elementi: il tasso privo di rischio, un premio per il rischio e, eventualmente, un premio per rischi specifici quali il *size* premium, per le imprese di piccola dimensione e di bassa capitalizzazione, o premi legati alle particolari condizioni in cui versa l'azienda oggetto di valutazione. La stima del premio di rischio si basa sul modello per la valutazione degli attivi finanziari (*Capital Asset Pricing Model* – "CAPM"), in cui si afferma che il premio per il rischio sistematico di una società risulta dal premio di rischio di mercato moltiplicato per il beta "*levered*". Questo beta "*levered*" è una misura del rischio sistematico d'impresa rapportato al mercato e dipende non solo dal rischio operativo ma anche dalla struttura con cui la società è finanziata.

Il costo del debito è composto dal tasso d'interesse privo di rischio e da un premio di rischio legato specificatamente all'azienda. Con l'aggiunta di questo premio di rischio specifico si assume che una società non possa prendere in prestito capitali a un tasso senza rischio, ma debba pagare un premio per il rischio specifico dell'azienda.

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D+E)} + K_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{(D+E)}$$

Dove:
K_e = costo del capitale proprio;
E/(D+E) = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;
t_c= aliquota d'imposta ("scudo fiscale");
D/(D+E) = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è stato calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*, attraverso la formula:

$$K_e = r_f + \beta \times (R_m - R_f) + ARP$$

Dove:
K_e = costo del capitale proprio;
R_f = tasso privo di rischio (risk free rate), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;
β = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;
$R_m - R_f$ = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;
ARP = Additional Risk Premium, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento, o che sopportano rischi specifici, come una limitata diversificazione del rischio in termini di clientela servita o di varietà della gamma di prodotti offerti.

Il costo del debito finanziario (K_d) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno *spread* per riflettere il merito creditizio della società. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

3.4.2 Determinazione del tasso di attualizzazione (WACC)

Il WACC è stato stimato in modo differenziato per ciascun segmento valutativo (canale Discount, canale Supermercati, CeDi/C&C) e per ciascuna categoria operativa (punti vendita in continuità, punti vendita temporaneamente chiusi), in ragione dei diversi profili di rischio che caratterizzano le singole tipologie di unità operative.

I parametri utilizzati per la determinazione del WACC sono illustrati analiticamente nei sottoparagrafi seguenti per ciascun segmento.

Nel caso di specie si è deciso prudenzialmente di utilizzare una struttura finanziaria composta integralmente di capitale di rischio, ossia senza l'utilizzo di debito. Questa soluzione è giustificata dal fatto che oggetto di valutazione non è l'intera azienda, ma solamente un ramo della stessa e che, inoltre, l'attuale struttura debitoria di Realco, essendo in un contesto concordatario, non è destinata a trasferirsi all'acquirente del ramo. Infatti, il ramo d'azienda viene valutato nella sua capacità potenziale di generare valore in continuità, indipendentemente dall'attuale esposizione finanziaria della società.

Per questo motivo si è optato per utilizzare una struttura finanziaria priva di debito che, annullando l'effetto del costo del capitale di prestito, in genere assai inferiore al costo del capitale di rischio, finisce per massimizzare il valore del WACC e di conseguenza per minimizzare il valore dei rami aziendali.

Il tasso di crescita di lungo periodo g è stato fissato in misura prudenziale pari all'inflazione stimata per l'Italia nel medio-lungo periodo (Fonte: Fondo Monetario Internazionale).

3.4.3 WACC per canale Discount (continuità e chiusi)

Per il canale Discount il WACC è determinato applicando il metodo CAPM con i seguenti parametri, identici per entrambe le categorie operative (continuità e chiusi) ad eccezione dell'*execution risk*.

Il tasso risk-free per il costo dell'equity è pari al rendimento medio degli ultimi sei mesi 2025 dei titoli di Stato italiani a 10 anni, pari al 3,51% lordo e al 3,07% al netto dell'effetto fiscale.

Il *beta unlevered* del campione di comparabili quotati è pari a 0,53; posto il *leverage* prudenzialmente a zero, il beta *rilevered* coincide con quello *unlevered*. I dati sono stati estratti alla data del 31 dicembre 2025 dalla banca dati Valutico come già descritto in precedenza:

	Struttura finanziaria			
Nome	D/E	Levered	Unlevered	Indice
B&M European Value Retail plc	151,3%	1,13	0,53	MSCI Eafe Index
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.	46,8%	0,85	0,63	MSCI Eafe Index
Dollar General Corporation	59,8%	0,26	0,18	S&P 500
Dollar Tree, Inc.	32,0%	0,75	0,60	S&P 500
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	41,2%	0,54	0,41	MSCI Eafe Index
Pepco Group N.V.	41,3%	1,49	1,14	MSCI Eafe Index
PJSC Magnit	317,2%	-0,06	-0,02	MSCI Em (emerging Markets) Index
Media	98,5%	0,71	0,50	
Mediana	**46,8%**	**0,75**	**0,53**	
Mediana di settore	34,8%	0,25	0,16	
Metrica applicata	**46,8%**	**0,75**	**0,53**	

Il *Market Risk Premium* (ERP) è fissato al 5,0%, corrispondente al valore intermedio dell'intervallo 4,5%-5,5% osservato nei mercati maturi. Lo *small size premium*, desunto dallo studio Kroll sulle micro cap, è pari a 2,91%.

Per i punti vendita in continuità l'*execution risk* è pari al 2,00%, volto a riflettere l'incertezza legata alla capacità del punto vendita di stabilizzare le *performance* future nell'attuale contesto di difficoltà del Gruppo. Il WACC risultante, che coincide con il costo dell'equity, data la struttura finanziaria priva di debito assunta, è pari al 10,63%.

Per i punti vendita temporaneamente chiusi l'*execution risk* è elevato al 10,00%, a riflettere l'incertezza significativamente maggiore associata alla recuperabilità economica degli asset e alla possibilità di riavvio o riconversione delle attività. Il WACC risultante è pari al 18,63%.

Si riporta di seguito l'intero calcolo dei due WACC

Ipotesi di base	Continuità	Chiusi	Commenti
Risk free Rate lordo	3,51%	3,51%	Media a 6 mesi BTP 10 anni - lordo
Risk free Rate netto	**3,07%**	**3,07%**	**Media a 6 mesi BTP 10 anni - netto**
Market Risk Premium	**5,00%**	**5,00%**	**Consensus di mercato**
Beta relevered	**0,53**	**0,53**	***Beta Unlevered x (1+ (1-t) x Debt/Equity)***
Beta Unlevered	*0,53*	*0,53*	Mediana dei pari elencati (Capital IQ)
Debt/Equity	*0,0%*	*0,0%*	Rapporto specifico
Tax Rate	*24,0%*	*24,0%*	Aliquota effettiva delle imposte sulla società (IRES)
Company Specific Risk Premium	**2,91%**	**2,91%**	**Size Premium (Kroll, Micro-Cap)**
Execution risk	**2,00%**	**10,00%**	**Premio specifico**
Cost of equity (Local Currency)	**10,63%**	**18,63%**	
D/E			
Debt - D/(D+E)	0,0%	0,0%	
Equity - E/(D+E)	100,0%	100,0%	
WACC	**10,63%**	**18,63%**	

3.4.4 WACC per canale Supermercati (continuità e chiusi)

Per il canale Supermercati il metodo di determinazione del WACC è analogo a quello descritto nel paragrafo precedente, con la differenza che il campione di comparabili quotati esprime un *beta unlevered* mediano di 0,25, significativamente inferiore rispetto al canale Discount, a riflettere il minore rischio sistematico degli operatori della grande distribuzione tradizionale rispetto al formato discount.

Nome	D/E	Levered	Unlevered	Indice
Albertsons Companies, Inc.	152,1%	0,30	0,14	S&P 500
Carrefour SA	236,7%	0,68	0,25	MSCI Eafe Index
Coles Group Limited	36,3%	0,43	0,34	MSCI Eafe Index
Empire Company Limited	70,9%	0,37	0,24	S&P/TSX Composite Index
J Sainsbury plc	91,1%	1,18	0,70	MSCI Eafe Index
Kesko Oyj	44,5%	0,80	0,59	MSCI Eafe Index
Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	67,3%	0,27	0,18	MSCI Eafe Index
Loblaw Companies Limited	27,0%	0,11	0,09	S&P/TSX Composite Index
Migros Ticaret A.S.	24,2%	-0,35	-0,30	MSCI Em (emerging Markets) Index
Tesco PLC	53,3%	0,60	0,43	MSCI Eafe Index
The Kroger Co.	64,4%	0,60	0,40	S&P 500
Woolworths Group Limited	49,3%	0,30	0,22	MSCI Eafe Index

Nome	D/E	Levered	Unlevered	Indice
Media	76,4%	0,44	0,27	
Mediana	**58,9%**	**0,40**	**0,25**	
Mediana di settore	34,8%	0,25	0,16	
Metrica applicata	**58,9%**	**0,40**	**0,25**	

Come per i discount il *Market Risk Premium* è fissato al 5,0% e lo *Small Size Premium* a 2,91%.

Per i punti vendita in continuità l'*execution risk* è pari al 2,00%. Il WACC risultante è pari al 9,20%.

Per i punti vendita temporaneamente chiusi l'*execution risk* è elevato al 10,00%. Il WACC risultante è pari al 17,20%.

Ipotesi di base	Continuità	Chiusi	Commenti
Risk free Rate lordo	3,51%	3,51%	Media a 6 mesi BTP 10 anni - lordo
Risk free Rate netto	**3,07%**	**3,07%**	**Media a 6 mesi BTP 10 anni - netto**
Market Risk Premium	**5,00%**	**5,00%**	**Consensus di mercato**
Beta relevered	**0,25**	**0,25**	***Beta Unlevered x (1+ (1-t)) x Debt/Equity***
Beta Unlevered	*0,25*	*0,25*	Mediana dei pari elencati (Capital IQ)
Debt/Equity	*0,0%*	*0,0%*	Rapporto specifico
Tax Rate	*24,0%*	*24,0%*	Aliquota effettiva delle imposte sulla società (IRES)
Company Specific Risk Premium	**2,91%**	**2,91%**	**Size Premium (Kroll, Micro-Cap)**
Execution risk	**2,00%**	**10,00%**	**Premio specifico**
Cost of equity (Local Currency)	**9,20%**	**17,20%**	
D/E			
Debt - D/(D+E)	0,0%	0,0%	
Equity - E/(D+E)	100,0%	100,0%	
WACC	**9,20%**	**17,20%**	

3.4.5 WACC per il Centro Distributivo e il Cash & Carry

Per il Centro Distributivo il campione di comparabili quotati esprime un *beta unlevered* mediano di 0,46.

Nome	D/E	Levered	Unlevered	Indice
Colruyt Group N.V.	27,2%	0,43	0,36	MSCI Eafe Index
Eurocash S.A.	329,6%	0,65	0,18	MSCI Em (emerging Markets) Index
Metro AG	233,3%	-0,17	-0,06	MSCI Eafe Index
Performance Food Group Company	56,7%	0,93	0,64	S&P 500
Premium Brands Holdings Corporation	69,8%	0,68	0,45	S&P/TSX Composite Index
Sligro Food Group N.V.	121,2%	1,15	0,61	MSCI Eafe Index

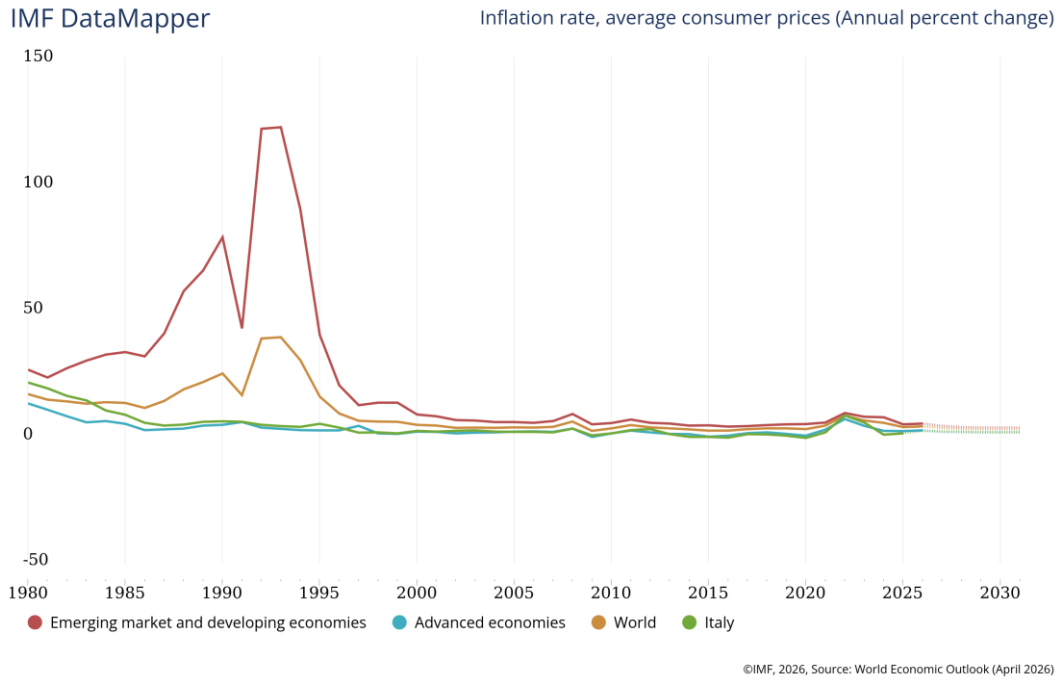
Nome	D/E	Levered	Unlevered	Indice
Sysco Corporation	42,6%	0,62	0,46	S&P 500
The Chefs' Warehouse, Inc.	36,1%	1,30	1,01	S&P 500
United Natural Foods, Inc.	169,2%	0,86	0,37	S&P 500
US Foods Holding Corp.	32,4%	1,03	0,82	S&P 500
Media	111,8%	0,75	0,48	
Mediana	**63,3%**	**0,77**	**0,46**	
Mediana di settore	34,8%	0,25	0,16	
Metrica applicata	**63,3%**	**0,77**	**0,46**	

Il Market Risk Premium è fissato al 5,5%, valore massimo dell'intervallo 4,5%-5,5%, in ragione del maggiore rischio operativo associato a un'entità di distribuzione all'ingrosso rispetto ai singoli punti vendita al dettaglio. Lo *small size premium* è pari a 2,91% e l'*execution risk* al 3,00%. Il WACC risultante è pari all'11,48%.

Ipotesi di base		Commenti
Risk free Rate lordo	3,51%	Media a 6 mesi BTP 10 anni - lordo
Risk free Rate netto	**3,07%**	**Media a 6 mesi BTP 10 anni - netto**
Market Risk Premium	**5,50%**	**Consensus di mercato**
Beta relevered	**0,46**	***Beta Unlevered x (1+ (1-t)) x Debt/Equity***
Beta Unlevered	*0,46*	Mediana dei pari elencati (Capital IQ)
Debt/Equity	*0,0%*	Rapporto specifico
Tax Rate	*24,0%*	Aliquota effettiva delle imposte sulla società (IRES)
Company Specific Risk Premium	**2,91%**	**Size Premium (Kroll, Micro-Cap)**
Execution risk	**3,00%**	**Premio specifico**
Cost of equity (Local Currency)	**11,48%**	
D/E	0,0%	
Debt - D/(D+E)	0,0%	
Equity - E/(D+E)	100,0%	
WACC	**11,48%**	

3.4.6 Tasso di crescita di lungo periodo (g)

Il tasso di crescita di lungo periodo g è stato fissato al 2,00% per tutti i segmenti valutativi. Tale valore è determinato in misura prudenziale pari all'inflazione attesa per l'Italia così come prevista dal Fondo Monetario Internazionale (Cfr: https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ITA):



3.5 IL METODO DEL *ROYALTY RATE*

Il metodo *Royalty Rate* stima il valore di un marchio o di un diritto di licenza quantificando il risparmio di costo che il titolare del marchio otterrebbe qualora, anziché possedere il diritto, dovesse corrispondere a terzi una *royalty* per il suo utilizzo. Il valore della licenza è pertanto determinato come valore attuale dei flussi di *royalty* che il titolare dovrebbe sostenere se non avesse la proprietà del marchio, attualizzati a un tasso che riflette il rischio specifico dell'attività sottostante. Questo metodo è ampiamente riconosciuto dalla prassi internazionale come approccio di riferimento per la valutazione dei diritti di marchio e di licenza in contesti di cessione aziendale.

Nel caso in esame il metodo *Royalty Rate* è applicato a due distinte fattispecie. La prima riguarda i punti vendita in gestione ai soci, per i quali il valore cedibile da parte di Realco è esclusivamente quello della licenza, intesa nella sua accezione più ampia: essa comprende non solo il diritto d'uso dell'insegna commerciale, ECU/Economy per il canale discount e il diritto di sub-licenza Sigma per il canale supermercati, ma anche le autorizzazioni amministrative per l'esercizio del commercio al dettaglio intestate a Realco o alle Società Controllate. Quest'ultimo elemento assume rilevanza economica significativa in quanto diversi comuni del territorio di operatività della rete applicano criteri restrittivi nel rilascio di nuove licenze commerciali, rendendo le autorizzazioni esistenti un *asset* difficilmente replicabile da un operatore entrante e quindi suscettibile di autonoma valorizzazione nell'ambito della cessione competitiva. La seconda fattispecie riguarda la componente licenza dei punti vendita in gestione diretta, per i

quali il valore complessivo determinato come media dei tre metodi è scomposto tra una quota licenza, stimata con il metodo *Royalty Rate* e comprensiva del medesimo insieme di diritti sopra descritto, e una quota gestione determinata per differenza, come illustrato nei paragrafi 4.1.1.1 e 4.2.1.1 .

La base di applicazione del *royalty rate* è la media dei ricavi degli esercizi 2022-2025 di ciascun punto vendita. La determinazione del *royalty rate* applicato si è basata sull'analisi di un campione di transazioni comparabili estratto dalla banca dati Markables.com, specializzata nella raccolta e nell'analisi di *royalty rate* desunti da contratti di licenza osservati sul mercato.

Per quanto riguarda i *discount* in gestione ai soci la selezione ha privilegiato operatori con formato discount puro o di prossimità a prezzi competitivi, di dimensioni medie o piccole. Il *royalty rate* adottato è l'1,25%, corrispondente al punto medio del range 0% - 2,5%, coerente con la mediana del campione e con le caratteristiche di un'insegna regionale di medie dimensioni con radicamento territoriale consolidato ma limitato potere di mercato a livello nazionale.

Società	Attività	Anno	Paese	Fatturato (USD mln)	Range royalty rate	Average royalty rate
Dollar General	Discount retailer	2007	US	9.495	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Europris	Discount retailer	2012	NO	619	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Poundland / Poundstretcher	Stores	2013	UK	1.552	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
JA Woll Handel	Stores	2014	DE	255	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Save-A-Lot	Retailers	2016	US	4.600	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Babou (France)	Merchandise retailer	2018	FR	360	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Big C (Casino Thailand)	Neighborhood stores	2016	TH	3.271	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Grupo El Árbol	Proximity supermarkets	2014	ES	963	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
No Frills Supermarkets	Stores	2012	US	225	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Neighborhood supermarkets Uruguay	Neighborhood supermarkets	2023	UY	21	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Comarket/Delice/Solaris Estonia	Supermarket stores	2020	EE	25	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Arteli (Mexico)	Supermarket stores	2022	MX	244	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Mediana / Media del campione					**0% < x ≤ 2,5%**	**1,25%**

Per i Supermercati in gestione ai soci il *royalty rate* adottato è l'1,00%, posizionato nel terzo quartile inferiore del range 0% - 2,5%, a riflettere due elementi specifici: (i) la natura della licenza Sigma, che non è di titolarità diretta di Realco bensì di una sub-licenza ottenuta da D.IT, limitando il valore trasmissibile rispetto a un'insegna di proprietà; (ii) il minore riconoscimento dell'insegna Sigma sul mercato nazionale rispetto ai grandi brand della GDO, che giustifica un posizionamento nel range inferiore rispetto alla mediana del campione.

Società	Attività	Anno	Paese	Fatturato (USD mln)	Range royalty rate	Average royalty rate
Jaya Grocer	Supermarket chain	2022	MY	266	0% < x ≤ 2,5%	1,25%

Società	Attività	Anno	Paese	Fatturato (USD mln)	Range royalty rate	Average royalty rate
Martin's Super Markets	Supermarket retail chain	2018	US	450	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Grupo El Árbol	Proximity supermarkets	2014	ES	963	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Londis (Ireland)	Retail banner	2015	IE	146	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Heron Foods	Retailer	2017	UK	354	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Monoprix	Retail; grocery stores	2013	FR	4.727	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
ICA Gruppen	Stores	2013	SE	14.871	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Migros Ticaret 2019	Grocery retail chain	2019	TR	3.300	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Tesco Kipa	Supermarket chain	2017	TR	617	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Supermercados Disco (Uruguay)	Supermarket chain	2015	UY	484	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Super Yuda	Supermarket retail chain	2021	IL	68	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Comarket/Delice/Solaris Estonia	Supermarket stores	2020	EE	25	0% < x ≤ 2,5%	1,25%
Mediana / Media del campione					**0% < x ≤ 2,5%**	**1,25%**

Per la componente licenza dei punti in gestione diretta il *royalty rate* è inferiore rispetto a quello applicato ai punti in gestione ai soci, in ragione della sottoperformance relativa documentata dai dati gestionali 2022-2025. Il campione di riferimento è il medesimo dei rispettivi canali, con il *royalty rate* posizionato nel terzo inferiore del range per i Discount (1,00%, contro l'1,25% dei punti in gestione ai soci) e nel quarto inferiore per i Supermercati (0,50%, contro l'1,00% dei punti in gestione ai soci), a riflettere la doppia penalizzazione della sub-licenza e della sottoperformance gestionale.

Il valore della licenza per ciascun punto vendita è determinato capitalizzando a rendita perpetua il flusso annuo di *royalty* netto, dato dal prodotto tra il fatturato medio di riferimento e il *royalty rate* al netto dell'effetto fiscale, al WACC specifico del segmento e della categoria operativa di appartenenza. Per i punti in gestione ai soci in scenario di continuità il WACC applicato è pari all'10,63% per il canale Discount e al 9,20% per il canale Supermercati, con un tasso di crescita di lungo periodo g del 2,00%, coerente con quello utilizzato per le valorizzazioni dei punti in gestione diretta. Per i dettagli dei calcoli si rimanda al relativo paragrafo.

3.6 TRATTAMENTO DELLE RIMANENZE DI MAGAZZINO

Il valore dei punti vendita e del CeDi/C&C determinato con i tre metodi valutativi (EV/EBITDA, EV/EBIT e DCF) esprime il valore del compendio aziendale nella sua interezza, comprensivo della componente di capitale circolante rappresentata dalle giacenze di magazzino presenti presso ciascuna unità operativa. Ai fini della presente perizia, che ha l'obiettivo di determinare una base di riferimento per la cessione del compendio nell'ambito della procedura concordataria, è necessario isolare tale componente e trattarla separatamente, per due ragioni convergenti.

La prima ragione è di natura metodologica. La presente valutazione è costruita applicando ai fatturati storici di Realco i margini operativi e le incidenze delle rimanenze rilevati sul campione di *comparable* di settore, che esprimono le condizioni di un operatore *in bonis* che opera in condizioni di normale efficienza gestionale. Realco, per contro, si trova in una situazione di crisi che ha determinato, tra l'altro, un progressivo deterioramento delle giacenze di magazzino: la difficoltà di rifornimento dei punti vendita, documentata nelle relazioni periodiche depositate nell'ambito della procedura, ha prodotto livelli di scorta non congrui rispetto a quelli di un operatore in equilibrio operativo. Detrarre le rimanenze medie dei *comparable* dal valore lordo significa pertanto normalizzare la valutazione, ricondurla a condizioni di operatività standard e renderla indipendente dalla situazione specifica del cedente in crisi. Le rimanenze effettive di Realco alla data di trasferimento, che potranno essere superiori o inferiori a quelle dei *comparable*, saranno oggetto di separata quantificazione mediante contratto estimatorio.

La seconda ragione è di natura pratica. Le offerte ricevute nell'ambito della procedura competitiva prevedono l'acquisizione delle rimanenze separatamente dal ramo d'azienda, mediante contratto estimatorio stipulato contestualmente al contratto di cessione. La detrazione delle rimanenze dal valore del compendio consente pertanto di ottenere una configurazione di valore direttamente confrontabile con le offerte ricevute, garantendo simmetria informativa tra le parti e neutralità finanziaria della componente circolante rispetto al corrispettivo di cessione del compendio.

Dal punto di vista operativo, le rimanenze sono state determinate applicando al fatturato medio di riferimento di ciascun punto vendita l'incidenza media percentuale delle giacenze sui ricavi rilevata sul campione di *comparable* di settore descritte nel paragrafo 3.2.

La differenza tra il valore del compendio così determinato e le rimanenze *standard* rappresenta pertanto una configurazione di valore formata principalmente dall'avviamento, che costituisce l'oggetto della presente stima. Tale impostazione riflette la prassi consolidata nel settore della Grande Distribuzione Organizzata, nel quale le transazioni di cessione di rami aziendali avvengono usualmente con separazione tra il corrispettivo per l'avviamento e la rete commerciale, da un lato, e il corrispettivo per gli immobili, se presenti, e le giacenze di magazzino, dall'altro. Le rimanenze puntuali effettivamente presenti alla data di trasferimento formeranno oggetto di separata quantificazione e saranno regolate mediante contratto estimatorio, secondo modalità che garantiscono la neutralità finanziaria della relativa componente rispetto al corrispettivo di cessione del compendio. Per i punti vendita in gestione ai soci, valutati con il metodo del *Royalty rate*, non è prevista alcuna detrazione delle rimanenze, in quanto le giacenze di magazzino appartengono ai soci gestori e non a Realco, e non costituiscono pertanto una componente del valore cedibile da parte della Cooperativa.

4 VALUTAZIONE IN SCENARIO DI CONTINUITÀ

Come detto, la valutazione del compendio aziendale di Realco in scenario di continuità richiede un approccio differenziato in ragione della natura eterogenea degli *asset* che lo compongono.

Il perimetro si articola nelle seguenti macrocategorie distinte per tipologia di valore e per metodologia di stima applicata: (i) la rete dei punti vendita Discount, (ii) la rete dei punti vendita Supermercati, (iii) il Centro Distributivo (CeDi) ed il Cash & Carry, (iv) il patrimonio immobiliare. All'interno delle prime due categorie è ulteriormente necessario distinguere tre sotto-tipologie gestionali, ciascuna delle quali esprime un diverso profilo di rischio e una diversa struttura del valore cedibile:

- i punti vendita in gestione diretta in continuità, per i quali il valore comprende sia la componente della licenza (insegna e avviamento) sia la componente della gestione operativa, ed è determinato come media dei tre metodi principali (EV/EBITDA, EV/EBIT e DCF);
- i punti vendita in gestione diretta temporaneamente chiusi, per i quali il profilo di rischio è sensibilmente più elevato, riflettendo l'incertezza sul riavvio dell'attività; il valore è determinato con gli stessi metodi ma applicando un tasso di attualizzazione significativamente maggiore e multipli di mercato scontati in misura corrispondente allo scenario di liquidazione;
- i punti vendita in gestione ai soci, per i quali il valore cedibile per Realco è esclusivamente quello della licenza, quantificato con il metodo del *Royalty rate*.

Il patrimonio immobiliare è valutato separatamente sulla base della perizia redatta dall'Ing. Giuliano Manghi e non è oggetto di stima autonoma nel presente capitolo.

Una nota metodologica riguarda la scomposizione del valore dei punti vendita in gestione diretta tra componente licenza e componente gestionale. Per ciascun punto vendita direttamente operato dalle Società Controllate, in particolare da Gedis S.r.l., che gestisce 30 punti vendita in affitto d'azienda da Realco, il valore complessivo determinato come media dei tre metodi è ripartito in due quote distinte. La quota licenza, nella sua più ampia accezione come descritta in precedenza, viene determinata applicando il metodo *Royalty rate*. La quota gestione è determinata per differenza tra il valore complessivo del punto vendita e la quota licenza, e rappresenta il valore dell'avviamento operativo generato dall'attività gestionale svolta dal gestore. Questa scomposizione ha rilevanza pratica diretta nell'ambito della procedura concordataria: consente di distinguere il valore che rimane in capo a Realco quale titolare delle licenze, dal valore che esprime l'attività del gestore.

4.1 VALUTAZIONE DELLA RETE DISCOUNT

Si ripercorrono brevemente tutti i passaggi compiuti per giungere alla valutazione dei singoli punti vendita. L'elenco dei *discount* con suddivisione della gestione, dello stato di attività e dei fatturati è riportato di seguito:

				Fatturato (€/000)				
#	Discount	Gestione	Situazione	2022	2023	2024	2025	Media
1	ECU Piacenza Dante	Diretta	Chiuso	2.206,5	2.328,5	2.243,1	2.300,3	2.269,6

#	Discount	Gestione	Situazione	Fatturato (€/000) 2022	2023	2024	2025	Media
2	ECONOMY Ravenna Faentina (*)	Diretta	Chiuso	836,6	2.532,1	2.186,6	2.152,9	2.290,5
3	ECU Ferrara Saraceno (*)	Diretta		650,2	1.257,6	1.234,2	1.169,8	1.220,6
4	ECU Sasso Marconi	Diretta		1.313,7	1.200,0	1.431,7	1.566,1	1.377,9
5	ECU Imola S. Francesco	Diretta		1.583,2	1.538,7	1.499,5	1.455,6	1.519,3
6	ECONOMY San Secondo	Diretta		2.170,6	4.076,7	4.243,5	4.470,0	3.740,2
7	ECU Rio Saliceto (*)	Diretta			1.170,8	1.647,1	1.793,1	1.720,1
8	ECU Guastalla	Diretta		3.616,5	3.778,1	3.692,0	3.259,0	3.586,4
9	ECU Bagnolo	Diretta		2.025,3	2.136,9	2.081,3	2.054,9	2.074,6
10	ECU Reggio Lungo Crostolo (*)	Diretta	Chiuso			258,2	1.769,2	1.769,2
11	ECU Cadelbosco Sotto	Diretta		2.384,5	2.254,8	2.202,1	2.260,2	2.275,4
12	ECU Reggio Torricella	Diretta		2.242,1	2.492,6	2.562,5	2.733,2	2.507,6
13	ECU Reggio Manara	Diretta		1.762,0	2.038,7	1.922,5	1.897,1	1.905,1
14	ECU Montecchio	Soci		3.646,3	3.742,3	3.441,7	3.225,7	3.514,0
15	ECU Villa Minozzo	Soci		1.578,8	1.643,7	1.587,8	1.614,4	1.606,2
16	ECU Maranello	Soci		1.578,7	1.638,5	1.554,9	1.519,7	1.572,9
17	ECU Spezzano	Soci		1.786,4	1.726,9	1.650,1	1.608,2	1.692,9
18	ECU Modena Cavour (*)	Soci			327,5	1.794,5	1.953,0	1.873,7
19	ECU Cavriago Repubblica	Soci		2.570,6	2.547,2	2.457,2	2.411,2	2.496,6
20	ECU Carpineti Castello Carpin. (*)	Soci			334,2	701,9	777,4	604,5
21	ECU Carrara (*)	Soci			2.401,0	2.183,0	1.806,4	2.130,2

(*) Vengono escluse dal calcolo della media le annualità parziali non significative

4.1.1 Gestione diretta

Si riporta di seguito la valutazione dei 13 discount in gestione diretta. Al fatturato medio sono stati applicati i margini di EBITDA ed EBIT dei *comparable* non quotati al fine di ottenere il parametro da applicare al multiplo di mercato differenziati tra punti vendita ancora operativi e punti vendita temporaneamente chiusi:

#	Discount	Fatturato (€/000) Media	Margine EBITDA/Fatturato	EBITDA prospettico (€/000)	EV/EBITDA Actual	Enterprise Value (€/000)
1	ECU Piacenza Dante (Chiuso)	2.269,6	2,60%	59,0	3,13x	184,6
2	Economy Ravenna Faentina (Chiuso)	2.290,5	2,60%	59,5	3,13x	186,3
3	ECU Ferrara Saraceno	1.220,6	2,60%	31,7	5,50x	174,4
4	ECU Sasso Marconi	1.377,9	2,60%	35,8	5,50x	196,9
5	ECU Imola S. Francesco	1.519,3	2,60%	39,5	5,50x	217,1
6	Economy San Secondo	3.740,2	2,60%	97,2	5,50x	534,5
7	ECU Rio Saliceto	1.720,1	2,60%	44,7	5,50x	245,8
8	ECU Guastalla	3.586,4	2,60%	93,2	5,50x	512,5
9	ECU Bagnolo	2.074,6	2,60%	53,9	5,50x	296,5
10	ECU Reggio Lungo Crostolo (Chiuso)	1.769,2	2,60%	46,0	3,13x	143,9
11	ECU Cadelbosco Sotto	2.275,4	2,60%	59,1	5,50x	325,2
12	ECU Reggio Torricella	2.507,6	2,60%	65,2	5,50x	358,4
13	ECU Reggio Manara	1.905,1	2,60%	49,5	5,50x	272,3
						3648,4

#	Discount	Fatturato (€/000) Media	Margine EBIT/Fatturato	EBIT prospettico (€/000)	EV/EBIT Actual	Enterprise Value (€/000)
1	ECU Piacenza Dante (Chiuso)	2.269,6	1,78%	40,5	5,44x	220,2
2	Economy Ravenna Faentina (Chiuso)	2.290,5	1,78%	40,8	5,44x	222,3
3	ECU Ferrara Saraceno	1.220,6	1,78%	21,8	10,59x	230,4
4	ECU Sasso Marconi	1.377,9	1,78%	24,6	10,59x	260,1
5	ECU Imola S. Francesco	1.519,3	1,78%	27,1	10,59x	286,8
6	Economy San Secondo	3.740,2	1,78%	66,7	10,59x	706,0
7	ECU Rio Saliceto	1.720,1	1,78%	30,7	10,59x	324,7
8	ECU Guastalla	3.586,4	1,78%	63,9	10,59x	676,9
9	ECU Bagnolo	2.074,6	1,78%	37,0	10,59x	391,6
10	ECU Reggio Lungo Crostolo (Chiuso)	1.769,2	1,78%	31,5	5,44x	171,7
11	ECU Cadelbosco Sotto	2.275,4	1,78%	40,6	10,59x	429,5
12	ECU Reggio Torricella	2.507,6	1,78%	44,7	10,59x	473,3
13	ECU Reggio Manara	1.905,1	1,78%	34,0	10,59x	359,6
	Totale					**4753,1**

Infine, è stato utilizzato il metodo DCF sottraendo all'EBIT sopra ottenuto le imposte figurative al fine di ottenere il NOPAT e procedere alla capitalizzazione dello stesso applicando il fattore di attualizzazione (WACC – g) precedentemente calcolato.

#	Discount	EBIT prospettico (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Enterprise Value (€/000)
1	ECU Piacenza Dante (Chiuso)	40,5	(11,3)	29,2	16,63%	175,4
2	Economy Ravenna Faentina (Chiuso)	40,8	(11,4)	29,4	16,63%	177,1
3	ECU Ferrara Saraceno	21,8	(6,1)	15,7	8,63%	181,8
4	ECU Sasso Marconi	24,6	(6,9)	17,7	8,63%	205,3
5	ECU Imola S. Francesco	27,1	(7,6)	19,5	8,63%	226,3
6	Economy San Secondo	66,7	(18,6)	48,1	8,63%	557,2
7	ECU Rio Saliceto	30,7	(8,6)	22,1	8,63%	256,2
8	ECU Guastalla	63,9	(17,8)	46,1	8,63%	534,3
9	ECU Bagnolo	37,0	(10,3)	26,7	8,63%	309,1
10	ECU Reggio Lungo Crostolo (Chiuso)	31,5	(8,8)	22,7	16,63%	136,8
11	ECU Cadelbosco Sotto	40,6	(11,3)	29,2	8,63%	339,0
12	ECU Reggio Torricella	44,7	(12,5)	32,2	8,63%	373,6
13	ECU Reggio Manara	34,0	(9,5)	24,5	8,63%	283,8
	Totale					**3755,9**

Nettati dalle rimanenze medie, il valore dei discount tuttora operativi è pari ad Euro 2.795,2 migliaia come dettagliato nella tabella che segue:

Elenco	Enterprise Value (€/000)				Rimanenze		Valore al netto delle rimanenze
	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio	Giacenze %	Giacenze	
ECU Ferrara Saraceno	174,4	230,4	181,8	195,5	3,27%	39,9	155,6

Elenco	Enterprise Value (€/000) EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio	Rimanenze Giacenze %	Giacenze	Valore al netto delle rimanenze
ECU Sasso Marconi	196,9	260,1	205,3	220,7	3,27%	45,1	175,6
ECU Imola S.Francesco	217,1	286,8	226,3	243,4	3,27%	49,7	193,7
Economy San Secondo	534,5	706,0	557,2	599,2	3,27%	122,4	476,8
ECU Rio Saliceto	245,8	324,7	256,2	275,6	3,27%	56,3	219,3
ECU Guastalla	512,5	676,9	534,3	574,6	3,27%	117,4	457,2
ECU Bagnolo	296,5	391,6	309,1	332,4	3,27%	67,9	264,5
ECU Cadelbosco Sotto	325,2	429,5	339,0	364,5	3,27%	74,5	290,1
ECU Reggio Torricella	358,4	473,3	373,6	401,7	3,27%	82,1	319,7
ECU Reggio Manara	272,3	359,6	283,8	305,2	3,27%	62,4	242,9
Totale	**3.133,6**	**4.138,7**	**3.266,5**	**3.512,9**		**717,7**	**2.795,2**

Per quanto riguarda i punti vendita temporaneamente chiusi il valore complessivo è pari ad Euro 332,2

Elenco	Enterprise Value (€/000) EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio	Rimanenze Giacenze %	Giacenze	Valore al netto delle rimanenze
ECU Piacenza Dante	184,6	220,2	175,4	193,4	3,27%	74,3	119,1
Economy Ravenna Faentina	186,3	222,3	177,1	195,2	3,27%	75,0	120,2
ECU Reggio Lungo Crostolo	143,9	171,7	136,8	150,8	3,27%	57,9	92,9
Totale	**514,7**	**614,2**	**489,2**	**539,4**		**207,2**	**332,2**

4.1.1.1 Ripartizione del valore: quota licenza e quota gestione

Relativamente alla ripartizione del valore dei discount in gestione diretta tra quota di licenza e quota di gestione si riporta la relativa tabella di calcolo del valore della licenza con il metodo del *Royalty Rate*.

#	Discount	Fatturato (€/000) Media	Royalty rate	Royalty (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Valore licenza (€/000)
3	ECU Ferrara Saraceno	1.220,6	1,00%	12,2	(3,4)	8,8	8,63%	102,0
4	ECU Sasso Marconi	1.377,9	1,00%	13,8	(3,8)	9,9	8,63%	115,1
5	ECU Imola S.Francesco	1.519,3	1,00%	15,2	(4,2)	11,0	8,63%	127,0
6	ECONOMY San Secondo	3.740,2	1,00%	37,4	(10,4)	27,0	8,63%	312,6
7	ECU Rio Saliceto	1.720,1	1,00%	17,2	(4,8)	12,4	8,63%	143,7
8	ECU Guastalla	3.586,4	1,00%	35,9	(10,0)	25,9	8,63%	299,7
9	ECU Bagnolo	2.074,6	1,00%	20,7	(5,8)	15,0	8,63%	173,4
11	ECU Cadelbosco Sotto	2.275,4	1,00%	22,8	(6,3)	16,4	8,63%	190,2
12	ECU Reggio Torricella	2.507,6	1,00%	25,1	(7,0)	18,1	8,63%	209,6
13	ECU Reggio Manara	1.905,1	1,00%	19,1	(5,3)	13,7	8,63%	159,2
	Totale							**1.832,5**

Pertanto, con un valore delle licenze pari ad Euro 1.832,5 migliaia il valore della gestione attribuibile alle società controllate dei discount in gestione diretta risulta pari ad Euro 962,8 migliaia.

Elenco	EV netto rimanenze	Valore licenza	Valore gestione
ECU Ferrara Saraceno	155,6	102,0	53,6
ECU Sasso Marconi	175,6	115,1	60,5
ECU Imola S.Francesco	193,7	127,0	66,7
ECONOMY San Secondo	476,8	312,6	164,2
ECU Rio Saliceto	219,3	143,7	75,5
ECU Guastalla	457,2	299,7	157,5
ECU Bagnolo	264,5	173,4	91,1
ECU Cadelbosco Sotto	290,1	190,2	99,9
ECU Reggio Torricella	319,7	209,6	110,1
ECU Reggio Manara	242,9	159,2	83,7
Totale	**2.795,2**	**1.832,5**	**962,8**

4.1.2 Licenze in gestione ai soci

Per quanto riguarda il valore dei punti vendita in gestione ai soci si riporta di seguito il valore ottenuto tramite il metodo dei *royalty rate*:

#	Discount	Fatturato (€/000) Media	Royalty rate	Royalty (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Licenza (€/000)
14	ECU Montecchio	3.514,0	1,25%	43,9	(12,3)	31,7	8,63%	367,1
15	ECU Villa Minozzo	1.606,2	1,25%	20,1	(5,6)	14,5	8,63%	167,8
16	ECU Maranello	1.572,9	1,25%	19,7	(5,5)	14,2	8,63%	164,3
17	ECU Spezzano	1.692,9	1,25%	21,2	(5,9)	15,3	8,63%	176,8
18	ECU Modena Cavour	1.873,7	1,25%	23,4	(6,5)	16,9	8,63%	195,7
19	ECU Cavriago Repubblica	2.496,6	1,25%	31,2	(8,7)	22,5	8,63%	260,8
20	ECU Carpineti Castello Carpin.	604,5	1,25%	7,6	(2,1)	5,4	8,63%	63,1
21	ECU Carrara	2.130,2	1,25%	26,6	(7,4)	19,2	8,63%	222,5
	Totale							**1.618,2**

4.1.3 Valore complessivo dei discount

Il valore complessivo dei discount, suddiviso in base alla tipologia di gestione e all'operatività, è sintetizzato nella tabella che segue:

Elenco	Valore
Gestione diretta in continuità	2.795,2
Di cui quota licenza	1.832,5
Di cui quota gestione	962,8
Gestione diretta temporaneamente chiusi	332,2
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.618,2
Totale	**4.745,7**

4.2 VALUTAZIONE DELLA RETE SUPERMERCATI

La medesima valutazione è stata effettuata sui 28 punti vendita dei supermercati:

				Fatturato (€/000)				
#	Supermercati	Gestione	Situazione	2022	2023	2024	2025	Media
1	SIGMA Marina di Massa S. Leonardo	Diretta		6.012,8	5.889,8	5.643,5	5.831,6	5.844,4
2	SIGMA Pontremoli	Diretta		2.114,9	2.071,0	2.083,0	2.380,6	2.162,4
3	SIGMA PC Borgofaxhall Marconi	Diretta	Chiuso	4.183,7	4.107,3	4.116,2	4.281,4	4.172,2
4	SIGMA Farnesiana C. Sul Lavoro	Diretta	Chiuso	3.161,1	2.946,3	2.750,8	2.782,3	2.910,1
5	SIGMA Cesena Battisti	Diretta	Chiuso	2.019,7	2.194,4	2.083,6	2.156,6	2.113,6
6	SIGMA Molinetto	Diretta		2.635,6	2.712,3	2.458,4	2.493,8	2.575,0
7	SIGMA Botticino	Diretta		2.822,7	2.684,3	2.856,5	2.717,9	2.770,3
8	SIGMA Imola Pedagna (*)	Diretta		-	1.674,7	2.404,7	2.878,9	2.641,8
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa (*)	Diretta		142,0	1.617,8	1.627,1	1.789,5	1.678,1
10	SIGMA Corticella	Diretta	Chiuso	4.900,4	4.406,6	3.814,3	3.455,6	4.144,2
11	SIGMA Sorbara	Diretta		3.043,1	3.293,5	3.172,7	2.916,5	3.106,5
12	SIGMA Carpi Cuneo	Diretta	Chiuso	1.944,2	1.920,3	1.840,9	1.670,7	1.844,0
13	SIGMA Mirandola Le Terrazze	Diretta	Chiuso	2.842,8	2.722,1	2.650,6	2.577,8	2.698,3
14	SIGMA Modena Nobili	Diretta	Chiuso	3.137,5	3.076,7	3.010,0	2.648,8	2.968,2
15	SIGMA Parma Gramsci	Diretta	Chiuso	4.490,9	4.274,6	3.993,2	3.979,0	4.184,4
16	SIGMA Montecchio Iper	Diretta	Chiuso	4.703,6	4.825,0	4.548,0	4.214,3	4.572,7
17	SIGMA Brescello	Diretta	Chiuso	2.754,9	2.399,6	2.308,7	2.000,2	2.365,9
18	SIGMA Rolo Da Vinci (*)	Diretta		-	881,6	2.566,2	2.497,5	2.531,9
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	Diretta		2.469,4	2.402,8	2.641,6	3.574,4	2.772,1
20	SIGMA Rivalta	Diretta		2.521,4	2.535,1	2.337,9	2.396,2	2.447,6
21	SIGMA Le Cupole Castel S. Giovanni	Diretta	Chiuso	2.606,8	2.612,9	2.461,0	2.299,9	2.495,1
22	SIGMA Canalina	Diretta		3.042,4	3.392,7	3.148,5	2.922,6	3.126,5
23	SIGMA Bologna Berti	Soci		2.152,3	2.109,0	2.100,2	1.974,8	2.084,1
24	SIGMA Bologna San Pio	Soci		2.714,0	2.645,4	2.680,9	2.778,5	2.704,7
25	SIGMA Modena S. Giovanni Bosco	Soci		4.142,2	4.335,1	4.221,8	4.005,6	4.176,2
26	SIGMA Campagnola	Soci		2.049,9	1.944,5	1.905,4	1.812,5	1.928,1
27	SIGMA Carpineti S. Prospero	Soci		2.557,2	3.396,5	3.658,4	3.863,8	3.369,0
28	SIGMA San Martino in Rio	Soci		4.328,0	4.270,2	4.153,3	3.990,2	4.185,4

(*) Vengono escluse dal calcolo della media le annualità parziali non significative

4.2.1 Gestione diretta in continuità

Si riporta di seguito la valutazione dei 22 supermercati in gestione diretta. Al fatturato medio sono stati applicati i margini di EBITDA ed EBIT dei *comparable* non quotati al fine di ottenere il parametro da applicare al multiplo di mercato differenziati tra punti vendita ancora operativi e punti vendita temporaneamente chiusi:

#	Supermercati	Fatturato (€/000) Media	Margine EBITDA/Fatturato	EBITDA prospettico (€/000)	EV/EBITDA Actual	Enterprise Value (€/000)
1	SIGMA Marina di Massa S. Leonardo	5.844,4	2,37%	138,5	5,57x	771,1
2	SIGMA Pontremoli	2.162,4	2,37%	51,2	5,57x	285,3
3	SIGMA PC Borgofaxhall Marconi (*)	4.172,2	2,37%	98,9	3,17x	313,2
4	SIGMA Farnesiana C. Sul Lavoro (*)	2.910,1	2,37%	68,9	3,17x	218,5
5	SIGMA Cesena Battisti (*)	2.113,6	2,37%	50,1	3,17x	158,7
6	SIGMA Molinetto	2.575,0	2,37%	61,0	5,57x	339,8
7	SIGMA Botticino	2.770,3	2,37%	65,6	5,57x	365,5
8	SIGMA Imola Pedagna	2.641,8	2,37%	62,6	5,57x	348,6
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa	1.678,1	2,37%	39,8	5,57x	221,4
10	SIGMA Corticella (*)	4.144,2	2,37%	98,2	3,17x	311,1
11	SIGMA Sorbara	3.106,5	2,37%	73,6	5,57x	409,9
12	SIGMA Carpi Cuneo (*)	1.844,0	2,37%	43,7	3,17x	138,4
13	SIGMA Mirandola Le Terrazze (*)	2.698,3	2,37%	63,9	3,17x	202,6
14	SIGMA Modena Nobili (*)	2.968,2	2,37%	70,3	3,17x	222,8
15	SIGMA Parma Gramsci (*)	4.184,4	2,37%	99,1	3,17x	314,2
16	SIGMA Montecchio Iper (*)	4.572,7	2,37%	108,3	3,17x	343,3
17	SIGMA Brescello (*)	2.365,9	2,37%	56,1	3,17x	177,6
18	SIGMA Rolo Da Vinci	2.531,9	2,37%	60,0	5,57x	334,1
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	2.772,1	2,37%	65,7	5,57x	365,7
20	SIGMA Rivalta	2.447,6	2,37%	58,0	5,57x	322,9
21	SIGMA Le Cupole C. S. Giovanni (*)	2.495,1	2,37%	59,1	3,17x	187,3
22	SIGMA Canalina	3.126,5	2,37%	74,1	5,57x	412,5
	Totale					**6.764,6**

(*) Temporaneamente chiusi

#	Supermercati	Fatturato (€/000) Media	Margine EBIT/Fatturato	EBIT prospettico (€/000)	EV/EBIT Actual	Enterprise Value (€/000)
1	SIGMA Marina di Massa S. Leonardo	5.844,4	1,45%	84,9	7,87x	668,7
2	SIGMA Pontremoli	2.162,4	1,45%	31,4	7,87x	247,4
3	SIGMA PC Borgofaxhall Marconi (*)	4.172,2	1,45%	60,6	4,05x	245,4
4	SIGMA Farnesiana C. Sul Lavoro (*)	2.910,1	1,45%	42,3	4,05x	171,2
5	SIGMA Cesena Battisti (*)	2.113,6	1,45%	30,7	4,05x	124,3
6	SIGMA Molinetto	2.575,0	1,45%	37,4	7,87x	294,6
7	SIGMA Botticino	2.770,3	1,45%	40,3	7,87x	317,0
8	SIGMA Imola Pedagna	2.641,8	1,45%	38,4	7,87x	302,3
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa	1.678,1	1,45%	24,4	7,87x	192,0
10	SIGMA Corticella (*)	4.144,2	1,45%	60,2	4,05x	243,8

#	Supermercati	Fatturato (€/000) Media	Margine EBIT/Fatturato	EBIT prospettico (€/000)	EV/EBIT Actual	Enterprise Value (€/000)
11	SIGMA Sorbara	3.106,5	1,45%	45,2	7,87x	355,4
12	SIGMA Carpi Cuneo (*)	1.844,0	1,45%	26,8	4,05x	108,5
13	SIGMA Mirandola Le Terrazze (*)	2.698,3	1,45%	39,2	4,05x	158,7
14	SIGMA Modena Nobili (*)	2.968,2	1,45%	43,1	4,05x	174,6
15	SIGMA Parma Gramsci (*)	4.184,4	1,45%	60,8	4,05x	246,1
16	SIGMA Montecchio Iper (*)	4.572,7	1,45%	66,5	4,05x	269,0
17	SIGMA Brescello (*)	2.365,9	1,45%	34,4	4,05x	139,2
18	SIGMA Rolo Da Vinci	2.531,9	1,45%	36,8	7,87x	289,7
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	2.772,1	1,45%	40,3	7,87x	317,2
20	SIGMA Rivalta	2.447,6	1,45%	35,6	7,87x	280,1
21	SIGMA Le Cupole Castel S. Giovanni (*)	2.495,1	1,45%	36,3	4,05x	146,8
22	SIGMA Canalina	3.126,5	1,45%	45,4	7,87x	357,7
	Totale					**5.649,6**

(*) Temporaneamente chiusi

Infine, è stato utilizzato il metodo DCF sottraendo all'EBIT sopra ottenuto le imposte figurative al fine di ottenere il NOPAT e procedere alla capitalizzazione dello stesso applicando il fattore di attualizzazione (WACC – g) precedentemente calcolato.

#	Supermercati	EBIT prospettico (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Enterprise Value (€/000)
1	SIGMA Marina di Massa S. Leonardo	84,9	(23,7)	61,2	7,20%	850,4
2	SIGMA Pontremoli	31,4	(8,8)	22,7	7,20%	314,6
3	SIGMA PC Borgofaxhall Marconi (*)	60,6	(16,9)	43,7	15,20%	287,6
4	SIGMA Farnesiana C. Sul Lavoro (*)	42,3	(11,8)	30,5	15,20%	200,6
5	SIGMA Cesena Battisti (*)	30,7	(8,6)	22,2	15,20%	145,7
6	SIGMA Molinetto	37,4	(10,4)	27,0	7,20%	374,7
7	SIGMA Botticino	40,3	(11,2)	29,0	7,20%	403,1
8	SIGMA Imola Pedagna	38,4	(10,7)	27,7	7,20%	384,4
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa	24,4	(6,8)	17,6	7,20%	244,2
10	SIGMA Corticella (*)	60,2	(16,8)	43,4	15,20%	285,7
11	SIGMA Sorbara	45,2	(12,6)	32,6	7,20%	452,0
12	SIGMA Carpi Cuneo (*)	26,8	(7,5)	19,3	15,20%	127,1
13	SIGMA Mirandola Le Terrazze (*)	39,2	(10,9)	28,3	15,20%	186,0
14	SIGMA Modena Nobili (*)	43,1	(12,0)	31,1	15,20%	204,6
15	SIGMA Parma Gramsci (*)	60,8	(17,0)	43,9	15,20%	288,5
16	SIGMA Montecchio Iper (*)	66,5	(18,5)	47,9	15,20%	315,2
17	SIGMA Brescello (*)	34,4	(9,6)	24,8	15,20%	163,1
18	SIGMA Rolo Da Vinci	36,8	(10,3)	26,5	7,20%	368,4
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	40,3	(11,2)	29,1	7,20%	403,3
20	SIGMA Rivalta	35,6	(9,9)	25,7	7,20%	356,1
21	SIGMA Le Cupole Castel S. Giovanni (*)	36,3	(10,1)	26,1	15,20%	172,0
22	SIGMA Canalina	45,4	(12,7)	32,8	7,20%	454,9
	Totale					**6.985,3**

(*) Temporaneamente chiusi

Nettati dalle rimanenze medie il valore dei supermercati tuttora operativi il valore è pari ad Euro 2.260,7 migliaia come dettagliato nella tabella che segue:

Elenco	Enterprise Value (€/000)				Rimanenze		Valore al netto delle rimanenze
	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio	Giacenze %	Giacenze	
SIGMA Marina di Massa S.Leonardo	771,1	668,7	850,4	763,4	5,92%	346,0	417,4
SIGMA Pontremoli	285,3	247,4	314,6	282,5	5,92%	128,0	154,4
SIGMA Molinetto	339,8	294,6	374,7	336,4	5,92%	152,5	183,9
SIGMA Botticino	365,5	317,0	403,1	361,9	5,92%	164,0	197,8
SIGMA Imola pedagna	348,6	302,3	384,4	345,1	5,92%	156,4	188,7
SIGMA Imola Zolino Via Villa	221,4	192,0	244,2	219,2	5,92%	99,4	119,8
SIGMA Sorbara	409,9	355,4	452,0	405,8	5,92%	183,9	221,8
SIGMA Rolo Da Vinci	334,1	289,7	368,4	330,7	5,92%	149,9	180,8
SIGMA Castellarano Chiaviche	365,7	317,2	403,3	362,1	5,92%	164,1	198,0
SIGMA Rivalta	322,9	280,1	356,1	319,7	5,92%	144,9	174,8
SIGMA Canalina	412,5	357,7	454,9	408,4	5,92%	185,1	223,3
Totale	**4.176,8**	**3.622,1**	**4.606,2**	**4.135,0**		**1.874,3**	**2.260,7**

Il valore dei punti vendita temporaneamente chiusi è pari ad Euro 289,7 migliaia

Elenco	Enterprise Value (€/000)				Rimanenze		Valore al netto delle rimanenze
	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio	Giacenze %	Giacenze	
SIGMA PC Borgofaxhall Marconi	313,2	245,4	287,6	282,1	5,92%	247,0	35,1
SIGMA Farnesiana C.Sul Lavoro	218,5	171,2	200,6	196,8	5,92%	172,3	24,5
SIGMA Cesena Battisti	158,7	124,3	145,7	142,9	5,92%	125,1	17,8
SIGMA Corticella	311,1	243,8	285,7	280,2	5,92%	245,4	34,8
SIGMA Carpi Cuneo	138,4	108,5	127,1	124,7	5,92%	109,2	15,5
SIGMA Mirandola Le Terrazze	202,6	158,7	186,0	182,4	5,92%	159,8	22,7
SIGMA Modena Nobili	222,8	174,6	204,6	200,7	5,92%	175,7	24,9
SIGMA Parma Gramsci	314,2	246,1	288,5	282,9	5,92%	247,7	35,2
SIGMA Montecchio Iper	343,3	269,0	315,2	309,2	5,92%	270,7	38,4
SIGMA Brescello	177,6	139,2	163,1	160,0	5,92%	140,1	19,9
SIGMA Le Cupole Cast.S.Giovanni	187,3	146,8	172,0	168,7	5,92%	147,7	21,0
Totale	**2.587,8**	**2.027,5**	**2.376,1**	**2.330,5**		**2.040,8**	**289,7**

4.2.1.1 Ripartizione del valore: quota licenza e quota gestione

Relativamente alla ripartizione del valore dei supermercati in gestione diretta tra quota di licenza e quota di gestione si riporta la relativa tabella di calcolo del valore della licenza con il metodo del *Royalty Rate*.

#	Supermercati	Fatturato (€/000) Media	Royalty rate	Royalty (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Valore licenza (€/000)
1	SIGMA Marina di Massa S.Leonardo	5.844,4	0,50%	29,2	(8,2)	21,1	7,20%	292,5
2	SIGMA Pontremoli	2.162,4	0,50%	10,8	(3,0)	7,8	7,20%	108,2
6	SIGMA Molinetto	2.575,0	0,50%	12,9	(3,6)	9,3	7,20%	128,9
7	SIGMA Botticino	2.770,3	0,50%	13,9	(3,9)	10,0	7,20%	138,7
8	SIGMA Imola Pedagna	2.641,8	0,50%	13,2	(3,7)	9,5	7,20%	132,2
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa	1.678,1	0,50%	8,4	(2,3)	6,0	7,20%	84,0
11	SIGMA Sorbara	3.106,5	0,50%	15,5	(4,3)	11,2	7,20%	155,5
18	SIGMA Rolo Da Vinci	2.531,9	0,50%	12,7	(3,5)	9,1	7,20%	126,7
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	2.772,1	0,50%	13,9	(3,9)	10,0	7,20%	138,7
20	SIGMA Rivalta	2.447,6	0,50%	12,2	(3,4)	8,8	7,20%	122,5
22	SIGMA Canalina	3.126,5	0,50%	15,6	(4,4)	11,3	7,20%	156,5
	Totale							**1.584,5**

Pertanto, con un valore delle licenze pari ad Euro 1.584,5 migliaia il valore della gestione attribuibile alle società controllate dei discount in gestione diretta risulta pari ad Euro 676,2 migliaia.

#	Supermercati	Enterprise Value	Quota Licenza	Quota gestione
1	SIGMA Marina di Massa S.Leonardo	417,4	292,5	124,8
2	SIGMA Pontremoli	154,4	108,2	46,2
6	SIGMA Molinetto	183,9	128,9	55,0
7	SIGMA Botticino	197,8	138,7	59,2
8	SIGMA Imola Pedagna	188,7	132,2	56,4
9	SIGMA Imola Zolino Via Villa	119,8	84,0	35,8
11	SIGMA Sorbara	221,8	155,5	66,4
18	SIGMA Rolo Da Vinci	180,8	126,7	54,1
19	SIGMA Castellarano Chiaviche	198,0	138,7	59,2
20	SIGMA Rivalta	174,8	122,5	52,3
22	SIGMA Canalina	223,3	156,5	66,8
	Totale	**2.260,7**	**1.584,5**	**676,2**

4.2.2 Licenze in gestione ai soci

Per quanto riguarda il valore dei punti vendita in gestione ai soci si riporta di seguito il valore ottenuto tramite il metodo dei *royalty rate*:

Supermercati	Fatturato (€/000) Media	Royalty rate	Royalty (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Valore licenza (€/000)
SIGMA Bologna Berti	2.084,1	1,00%	20,8	(5,8)	15,0	7,20%	208,6
SIGMA Bologna San Pio	2.704,7	1,00%	27,0	(7,5)	19,5	7,20%	270,8
SIGMA Modena S.Giovanni Bosco	4.176,2	1,00%	41,8	(11,7)	30,1	7,20%	418,1
SIGMA Campagnola	1.928,1	1,00%	19,3	(5,4)	13,9	7,20%	193,0
SIGMA Carpineti S.Prospero	3.369,0	1,00%	33,7	(9,4)	24,3	7,20%	337,3
SIGMA San Martino in Rio	4.185,4	1,00%	41,9	(11,7)	30,2	7,20%	419,0
Totale							**1.846,7**

4.2.3 Valore complessivo dei Supermercati

Il valore complessivo dei Supermercati, suddiviso in base alla tipologia di gestione e all'operatività, è sintetizzato nella tabella che segue:

Elenco	Valore
Gestione diretta in continuità	2.260,7
Di cui quota licenza	1.584,5
Di cui quota gestione	676,2
Gestione diretta temporaneamente chiusi	289,7
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.846,7
Totale	**4.397,1**

4.3 VALUTAZIONE DEL CENTRO DISTRIBUTIVO E CASH & CARRY

Anche nel presente paragrafo si riportano i passaggi utilizzati per la valutazione del Centro Distributivo e del Cash & Carry che presentavano i seguenti fatturati:

	Fatturato (€/000)			
	2023	2024	2025	Media
Centro Distributivo	233.570,5	230.470,5	225.858,0	229.966,3
Cash & Carry	3.794,2	3.430,7	3.018,1	3.414,3

Si riporta di seguito la valutazione del Centro Distributivo e del Cash & Carry. Al fatturato medio sono stati applicati i margini di EBITDA ed EBIT dei *comparable* non quotati al fine di ottenere il parametro da applicare al multiplo di mercato:

	Fatturato (€/000) Media	Margine EBITDA/Fatturato	EBITDA prospettico (€/000)	EV/EBITDA Actual	Enterprise Value (€/000)
Centro Distributivo	229.966,3	3,08%	7.090,6	6,59x	46.705,2
Cash & Carry	3.414,3	3,08%	95,3	6,59x	627,6
Totale					**47.332,8**

	Fatturato (€/000) Media	Margine EBIT/Fatturato	EBIT prospettico (€/000)	EV/EBIT Actual	Enterprise Value (€/000)
Centro Distributivo	229.966,3	1,89%	4.342,9	7,89x	34.267,1
Cash & Carry	3.414,3	1,89%	64,5	7,89x	508,8
					34.775,9

Infine, è stato utilizzato il metodo DCF sottraendo all'EBIT sopra ottenuto le imposte figurative al fine di ottenere il NOPAT e procedere alla capitalizzazione dello stesso applicando il fattore di attualizzazione (WACC – g) precedentemente calcolato.

	EBIT prospettico (€/000)	Imposte figurative 27,90%	NOPAT (€/000)	Fattore di attualizzazione WACC - g	Enterprise Value (€/000)
Centro Distributivo	4.342,9	(1.211,7)	3.131,2	9,48%	33.030,2
Cash & Carry	64,5	(18,0)	46,5	9,48%	490,4
Totale					**33.520,6**

Utilizzando la media semplice dei valori ottenuti, risulta che il Centro Distributivo ed il Cash & Carry abbiano un valore complessivo di Euro 38.543,1 migliaia così suddiviso:

	Enterprise Value (€/000)			
	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio
Centro Distributivo	46.705,2	34.267,1	33.030,2	38.000,9
Cash & Carry	627,6	508,8	490,4	542,2
Totale	**47.332,8**	**34.775,9**	**33.520,6**	**38.543,1**

Al fine di determinare la configurazione di valore utilizzata di prassi per le transazioni delle aziende della GDO si è proceduto a sottrarre dall'*Enterprise Value* precedentemente ottenuto il valore dell'immobile e delle rimanenze "standard" per il CeDi mentre per il Cash & Carry è stato sottratto il valore dell'affitto figurativo capitalizzato e delle rimanenze standard. Il valore così ottenuto è di Euro 12.979,0 migliaia per il CeDi e di Euro 270,6 migliaia per il Cash & Carry.

Centro Distributivo	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio
EV	46.705,2	34.267,1	33.030,2	38.000,9
Immobile	11.600,0	11.600,0	11.600,0	11.600,0
Rimanenze standard	13.421,9	13.421,9	13.421,9	13.421,9
% rimanenze	*5,84%*	*5,84%*	*5,84%*	*5,84%*
Valore netto	**21.683,4**	**9.245,2**	**8.008,4**	**12.979,0**

Cash & Carry	EV/EBITDA	EV/EBIT	DCF	Medio
EV	627,6	508,8	490,4	542,2
Affitto figurativo	65,9	78,9	105,5	72,4
Rimanenze standard	199,3	199,3	199,3	199,3
% rimanenze	*5,84%*	*5,84%*	*5,84%*	*5,84%*
Valore netto	**362,4**	**230,6**	**185,6**	**270,6**

4.4 VALUTAZIONE DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE

Come detto in precedenza la valutazione degli immobili è stata effettuata dall'Ing. Manghi il quale ha stimato i seguenti valori (dati in migliaia di Euro):

Insegna	Comune	Indirizzo	Valore in continuità	Perizia Lotto
Sigma	Castelnuovo Monti (Re)	Piazzale D.Pietri,1	4.100,0	perizia lotto 5
Supermercato Pam	Imola (Bo)	Via Punta	2.000,0	perizia lotto 1
Cash & Carry Part.285	Reggio Emilia (Re)	Via Rosmini,9-10	1.900,0	perizia lotto 3
Magazzino Cash P.597	Reggio Emilia (Re)	Via Rosmini,9-11	550,0	perizia lotto 4
Sigma	San Polo D'Enza (Re)	Via Rampognana	4.300,0	perizia lotto 6
Terreno Edificabile	San Polo D'Enza (Re)	Via Montefalcone, Snc	800,0	perizia lotto 7
Discount In'S	Castellarano (Re)	Via Radici Nord, 31/Q	1.200,0	perizia lotto 8
Supermercato Pam	Castellarano (Re)	Via Radici Nord, 31	2.200,0	perizia lotto 9
Magazzino Amm.Ne	San Secondo (Pr)	Via Bellini,6	350,0	perizia lotto 10
Sigma	Zibello (Pr)	Via Boni, 19	235,0	perizia lotto 11
Appartamento	Zibello (Pr)	Via Boni, 19	62,0	perizia lotto 12
Sigma	Medolla (Mo)	Strada Statale 12, 46	3.000,0	perizia lotto 13
Isola Dei Tesori-Caddi'S	Ravenna (Ra)	Via Romea Sud	1.750,0	perizia lotto 14
Sede Realco	Reggio Emilia (Re)	Via Pertini,15	11.600,0	perizia lotto 2
Negozio	Montecchio (Re)	Via Sante Conti 7	34,0	perizia lotto 15 gs
Palestra	Montecchio (Re)	Via Sante Conti 7	360,0	perizia lotto 16 gs
			34.441,0	

5 CONCLUSIONI

Lo scrivente Perito ha ricevuto l'incarico di effettuare una perizia di stima sul valore del compendio aziendale del Gruppo Realco costituito nel Centro Distributivo di Reggio Emilia, Via A. Pertini, 15, di 21 punti vendita Discount, di cui 3 temporaneamente chiusi, 8 affidati in gestione a soci e 10 in gestione diretta, di 28 punti vendita Supermercati, di cui 11 temporaneamente chiusi, 6 affidati in gestione ai soci e 11 in gestione diretta, e di un Cash & Carry sito a Reggio Emilia in Via Rosmini. Gli è stato richiesto inoltre di suddividere il valore dei punti vendita in gestione diretta fra la quota riferita alla sola licenza di vendita e la quota riferita alla gestione.

In relazione a tutto quanto premesso e posto, il sottoscritto Perito Dott. Stefano Montanari, sulla base degli accertamenti, delle valutazioni e delle stime effettuate in esecuzione del mandato conferitogli, può affermare con coscienza che, alla data della presente relazione, il *compendio aziendale del Gruppo Realco*, al netto delle rimanenze e degli immobili, ha un valore complessivo, alla Data di Riferimento della valutazione (3 febbraio 2026), di Euro 22.392,4 migliaia arrotondato ad

Euro 22.400.000,00

(Diconsi euro ventidue milioni quattrocentomila//zero zero)

Il dettaglio della valutazione per ciascuna tipologia di attività, con la ripartizione del valore per quota di licenza e quota di gestione, è di seguito riportato, considerando una tolleranza sul valore centrale di ± 10%:

Elenco	Minimo	Valore centrale	Massimo
Supermercati	**3.957,4**	**4.397,1**	**4.836,8**
Gestione diretta in continuità	2.034,7	2.260,7	2.486,8
Di cui quota licenza	1.426,0	1.584,5	1.742,9
Di cui quota gestione	608,6	676,2	743,9
Gestione diretta temporaneamente chiusi	260,7	289,7	318,7
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.662,0	1.846,7	2.031,4
Discount	**4.271,1**	**4.745,7**	**5.220,3**
Gestione diretta in continuità	2.515,7	2.795,2	3.074,8
Di cui quota licenza	1.649,2	1.832,5	2.015,7
Di cui quota gestione	866,5	962,8	1.059,1
Gestione diretta temporaneamente chiusi	299,0	332,2	365,4
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.456,4	1.618,2	1.780,1
Centro Distributivo	**11.681,1**	**12.979,0**	**14.276,9**
Cash & Carry	**243,5**	**270,6**	**297,6**
Totale	**20.153,2**	**22.392,4**	**24.631,6**

A tale valore si deve aggiungere la valutazione degli immobili effettuata dall'Ing. Giuliano Manghi:

Elenco	Minimo	Valore centrale	Massimo
Supermercati	**3.957,4**	**4.397,1**	**4.836,8**
Gestione diretta in continuità	2.034,7	2.260,7	2.486,8
Di cui quota licenza	1.426,0	1.584,5	1.742,9
Di cui quota gestione	608,6	676,2	743,9
Gestione diretta temporaneamente chiusi	260,7	289,7	318,7
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.662,0	1.846,7	2.031,4
Discount	**4.271,1**	**4.745,7**	**5.220,3**
Gestione diretta in continuità	2.515,7	2.795,2	3.074,8
Di cui quota licenza	1.649,2	1.832,5	2.015,7
Di cui quota gestione	866,5	962,8	1.059,1
Gestione diretta temporaneamente chiusi	299,0	332,2	365,4
Licenza di proprietà in gestione ai Soci	1.456,4	1.618,2	1.780,1
Centro Distributivo	**11.681,1**	**12.979,0**	**14.276,9**
Cash & Carry	**243,5**	**270,6**	**297,6**
Immobili	**34.441,0**	**34.441,0**	**34.441,0**
Totale	**54.594,2**	**56.833,4**	**59.072,6**

Tanto si doveva a evasione dell'incarico conferitomi.

Reggio Emilia, 5 maggio 2026

In Fede
Dott. Stefano Montanari

6 ALLEGATI

1. Perizie estimative immobiliari redatte dall'Ing. Giuliano Manghi, comprensive dei relativi allegati, riferite ai n. 16 lotti immobiliari di proprietà di Realco Società Cooperativa.