

TRIBUNALE DI FERRARA
Sezione Liquidazioni Giudiziali

Liquid. Giud. N. 17/2025

Giudice Delegato: **Dott.ssa Anna Ghedini**

Curatore: **Dott.ssa Permunion Eleonora**

Relazione di stima
del valore dell'azienda della società
"Elenos S.r.l."

Professionista incaricato: Dott. Giovanni D'Iapico
Commercialista e Revisore Legale
con studio in Ferrara, Via Cairoli n. 6, Tel. 0532/447986
mail: gdiapico@consulenzafiscale.studio
PEC: giovannidiapico@sirbopec.org



INDICE

1. Premessa	
1.1. Conferimento dell'incarico.....	3
1.2. Oggetto ed obiettivi della valutazione.....	3
1.3. Documenti acquisiti e analizzati.....	6
1.4. Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico.....	7
1.5. Data di riferimento.....	8
2. Brevi cenni storici e identificazione del perimetro di valutazione.....	9
2.1. Cenni storici e attività svolta.....	9
2.2. Struttura societaria.....	10
2.3. Sintesi risultati economici e patrimoniali.....	11
2.4. Identificazione dei beni compreso nell'azienda oggetti di stima.....	12
3. I metodi di valutazione.....	13
4. Scelta metodologica.....	17
5. Conclusioni.....	22



1. PREMESSE

1.1. Conferimento dell'incarico

Il sottoscritto Dott. Giovanni D'Iapico, nato ad Argenta (FE) il 16 Ottobre 1979, iscritto all' ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI della Circostrizione del Tribunale di Ferrara, al n. 528/A, e al Registro dei Revisori Legali al n. 152078, pubblicato nella G.U. n. 64 del 19/08/2008, D.M. 26/05/1999, (C.F. DPCGNN79R16A393J) con studio in Ferrara, Via Cairoli n. 9, è stato nominato quale perito estimatore con l'incarico di procedere alla valutazione ed alla stima del valore di mercato dell'azienda di proprietà della società in Liquidazione Giudiziale ELENOS S.R.L. (di seguito denominata anche la "Società", o la "Fallita" o la "Procedura").

La nomina è avvenuta con provvedimento del Giudice Delegato della Liquidazione Giudiziale in data 10 luglio 2025 in accoglimento dell'istanza presentata dal Curatore Dott.ssa Eleonora Permunian con la quale ha chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto.

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla Società oggetto di valutazione, non avendo mai avuto rapporti di alcun genere con la stessa, e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la cessione d'azienda in argomento.

In adempimento all'incarico ricevuto il sottoscritto espone di seguito i risultati a cui è pervenuto, dettagliando i criteri di valutazione seguiti.

1.2. Oggetto ed obiettivi della valutazione – Applicazione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV)

La valutazione è diretta a determinare il valore dell'azienda di proprietà della Fallita, che esercitava nelle unità locali site in Poggio Renatico (FE) Via Amendola n. 9, e in Orvieto (TR), Via dell'Innovazione n. 4, avente ad oggetto l'attività di progettazione, realizzazione e manutenzione di apparecchi trasmettenti radio televisivi ed impianti per telecomunicazioni (c.d. *broadcast*) ed in particolare nella produzione di trasmettitori FM

innovativi e ad alta efficienza energetica nonché di apparecchiature destinate alla TV e al DAB.

L'azienda da valutare è stata concessa in affitto alla società "Dacta Broadcast S.r.l." con sede in Verderio (LC), Via Milano n. 7, iscritta presso la Camera di Commercio di Como-Lecco e Registro Imprese con il codice fiscale n. 04195440138, con contratto sottoscritto in data 21 gennaio 2025, repertorio n. 221069/38747 Notaio in Milano Dott. Bossi Roberto.

L'attività viene esercitata nell'unità locale di Poggio Renatico (FE) tramite un contratto di locazione con la società "Immobiliare Guido Busi di Busi Antonella & C. S.a.s", con canone annuo pari ad Euro 74.400,00, e nell'unità locale di Orvieto (TR), come indicato nel contratto di affitto di azienda, viene esercitata in un immobile senza titolo tanto che risulta, ad oggi, oggetto di procedura esecutiva immobiliare.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell'azienda, nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire agli organi della procedura, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 216 CCII.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito "PIV") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

In particolare, detta "*opinion*" viene emessa su incarico della Curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione dell'azienda esercitata presso locali di proprietà di terzi e condotti in locazione.

Inoltre, nella redazione del presente elaborato, il sottoscritto precisa che:

1. si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV (*conceptual framework*) di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di CTU al paragrafo "II" dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche

alla valutazione di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

Si precisa che la "*opinion*" che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore dell'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta da prezzo che in concreto potrà essere esitato con la procedura competitiva di vendita.

Con riferimento a tale differenza concettuale, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende (L. Guatri, M. Bini – Nuovo Trattato valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32), offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *"Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè, compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei fattori determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono anche essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- *da fenomeni concernenti i mercati di capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda / offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, "cura" del mercato, etc)".*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore in data 01/01/2016. In particolare, il principio "I.6.1" dispone che:

"L'Esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze tra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima", precisando nel relativo commento al suddetto principio che: "il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto e pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività".

1.3. Documenti acquisiti e analizzati

E' opportuno premettere che la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto, si precisa che:

- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- bilanci ordinari per gli esercizi dal 2021 al 2023 corredati di Nota Integrativa, Relazione sulla Gestione e Relazione Revisore Legale;
- situazione economico, patrimoniale aggiornata al 31/12/2024;
- contratto di affitto e contestuale offerta irrevocabile di acquisto di azienda del 21 gennaio 2025;
- valutazione redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie (IVG) di Ferrara dei beni presenti nell'unità locale di Poggio Renatico (FE) su incarico della Curatela;
- valutazione redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie (IVG) di Ferrara dei beni presenti nell'unità locale di Orvieto (TR) su incarico della Curatela;
- Elenco in excel del personale dipendente impiegato nell'azienda con indicazione della qualifica;
- Dichiarazione dei redditi periodo d'imposta 2023;
- Dichiarazione dei redditi periodo d'imposta 2022;
- Dichiarazione dei redditi periodo d'imposta 2021;
- Prospetto debito per TFR, ratei, ferie e permessi verso il personale dipendente trasferito al 31 gennaio 2025, elaborato dalla Dott.ssa Paola Bovolenta su incarico della Curatela;
- Situazione contabile al 30 giugno 2025 dell'affittuaria "Dacta Broadcast S.r.l.".

1.4. Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, si ritiene opportuno far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico.

-
- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a comunicata;
 - il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
 - le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le analisi dello scrivente sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione della metodologia valutativa prescelta.

1.5. Data di riferimento

La valutazione si intende riferita alla data del 31 gennaio 2025, data utilizzata al fine di allineare e uniformare le poste contabili, il prospetto del consulente del lavoro e la data di decorrenza del contratto di affitto di azienda.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei precedenti paragrafi, ai quali si fa espresso rinvio per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni del presente elaborato.

2. BREVI CENNI STORICI E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DI VALUTAZIONE

2.1. Cenni storici e attività svolta

La società Elenos S.r.l., con unico socio, era una società italiana nata nel 1977 a Ferrara per iniziativa dell'ex Amministratore Unico Sig. Leonardo Busi che deteneva l'intero capitale sociale.

La Società operava nella progettazione, realizzazione e manutenzione di apparecchi trasmettenti radio televisivi ed impianti per telecomunicazioni (c.d. broadcast) ed è stata tra i principali player nella produzione di trasmettitori FM innovativi e ad alta efficienza energetica.

Nel corso degli anni, diverse sono state le operazioni di acquisizioni e aggregazioni che avevano coinvolto la Società.

Nel 2013 ha acquistato la società ITELCO BROADCAST S.r.l., società orvietana operante nel settore delle comunicazioni, società poi fusa per incorporazione in Elenos nel 2021. Successivamente, nel 2015, ha acquistato il marchio e le attività di Electrosys, espandendo i propri mercati di riferimento da FM a TV, Mondo Scientifico, Biotecnologie e Militare.

Nel 2018 ha acquistato la società Binary Core S.r.l., la quale viene altresì fusa per incorporazione nel 2021.

Nel 2018 ha acquistato la società americana Broadcast Electronics (BE), controllata dalla Broadcast Global Investment Inc. (BGI), al fine di realizzare sinergie tra i prodotti e potere promuovere la commercializzazione degli stessi sul mercato americano.

La Società aveva sviluppato un nuovo prodotto innovativo, Quick Block, che era stato presentato alla fiera di Las Vegas del 2023 e nel mercato italiano nel mese di novembre 2023.

La Società operava a livello globale con uffici e strutture di supporto in Europa, Nord America e Asia.

Attualmente, risulta condotta in forza di un contratto di affitto di azienda tramite il quale sono transitati complessivamente n. 21 dipendenti, di cui n.

12 occupati presso la sede di Ferrara e n. 9 occupati presso la sede di Orvieto (TR).

2.2. Struttura societaria

Il capitale sociale, sottoscritto e interamente versato ammonta a complessivi euro 884.960,00, dal socio unico, dal 2022, Leonardo Busi.

Come già accennato, l'amministrazione societaria era affidata all'amministratore unico Leonardo Busi, carica ricoperta dallo stesso dal 1987, mentre la revisione contabile societaria era affidata al Dott. Dario Bigoni.

2.3. Sintesi risultati economici e patrimoniali

Le tabelle seguenti riportano i risultati economici e patrimoniali di Elenos per gli esercizi dal 2020 al 2024.

Si segnala che per gli esercizi 2020, 2021, 2022 e 2023 sono stati utilizzati i dati dei bilanci depositati al registro delle imprese depositati mentre per l'esercizio 2024 è stata utilizzata una situazione economico patrimoniale aggiornata al 31/12/2024.

Conto economico Eur/000	2020	2021	2022	2023	2024
(1) Ricavi	11.747,5	20.788,4	19.827,9	9.713,3	6.433,9
Var. rimanenze (escl.MP)	- 570,4	- 379,0	- 2.045,4	- 467,9	- 350,9
Valore della produzione	11.177,1	20.409,4	17.782,5	9.245,4	6.083,0
Consumo (acq. e var. rimanenze MP)	- 5.963,2	- 9.232,3	- 7.036,3	- 4.694,0	- 2.792,9
Trasporti su acquisti	- 42,7	- 70,4	- 110,4	- 63,1	- 27,8
Gross Margin	5.171,2	11.106,7	10.635,8	4.488,3	3.262,3
Gross Margin %	44,0%	53,4%	53,6%	46,2%	50,7%
Servizi diretti	- 668,7	- 1.285,3	- 1.289,6	- 957,7	- 606,3
(2) Margine commerciale	4.502,5	9.821,4	9.346,2	3.530,6	2.656,0
Margine commerciale %	38,3%	47,2%	47,1%	36,3%	41,3%
Altri ricavi	1.048,1	2.258,8	2.824,3	1.052,3	257,4
Costi del personale	- 2.862,2	- 4.279,9	- 4.613,8	- 3.988,1	- 2.852,0
Servizi fissi	- 2.389,7	- 4.010,2	- 4.040,4	- 3.367,9	- 2.533,5
Godimento beni di terzi	- 319,1	- 430,8	- 405,0	- 370,6	- 292,8
Oneri diversi di gestione	- 226,8	- 873,1	- 308,7	- 2.484,2	- 269,8
(3) EBITDA	- 247,2	2.486,2	2.802,6	- 5.627,9	- 3.034,7
EBITDA %	-2,1%	12,0%	14,1%	-57,9%	-47,2%
(3) Ammortamenti e svalutazioni	- 918,5	- 1.667,8	- 1.965,8	- 4.956,5	- 1.335,2
EBIT	- 1.165,7	818,4	836,8	- 10.584,4	- 4.369,9
EBIT %	-9,9%	3,9%	4,2%	n.s.	-67,9%
Gestione finanziaria	- 242,0	- 453,3	- 402,0	- 1.908,3	- 740,8
Gestione straordinaria	766,4	51,0	42,0	23,1	46,8
EBT	- 641,3	416,1	476,8	- 12.469,6	- 5.063,9
EBT %	-5,5%	2,0%	2,4%	n.s.	-78,7%
Imposte d'esercizio	- 17,0	- 52,2	- 15,4	- 106,1	-
(4) Utile/(Perdita) d'esercizio	- 658,3	363,9	461,4	- 12.575,7	- 5.063,9
Utile/(Perdita) d'esercizio %	-5,6%	1,8%	2,3%	n.s.	-78,7%

Stato patrimoniale Eur/000	2020	2021	2022	2023	2024
Immobilizzazioni immateriali	1.658,8	3.672,9	4.046,1	1.121,7	968,2
Immobilizzazioni materiali	648,9	1.371,1	1.061,8	831,6	514,0
Immobilizzazioni finanziarie	2.940,7	2.184,1	2.139,3	131,0	130,5
Attivo fisso	5.248,4	7.228,1	7.247,2	2.084,3	1.612,7
Rimanenze	3.280,1	7.879,0	7.234,3	6.610,0	5.564,8
Crediti commerciali	5.319,6	6.551,3	8.115,2	3.779,3	1.235,6
Debiti commerciali	- 2.200,1	- 3.846,8	- 4.734,7	- 4.911,4	- 5.676,1
CCO	6.399,6	10.583,5	10.614,8	5.477,9	1.124,3
Altre attività	937,00	1.591,40	1.473,10	984,90	812,70
Altre passività	- 957,5	- 2.191,8	- 1.842,8	- 2.373,2	- 3.120,7
Altre attività e passività	- 20,5	600,4	369,7	1.388,3	2.308,0
CCN	6.379,1	9.983,1	10.245,1	4.089,6	1.183,7
TFR	- 616,6	- 1.032,5	- 1.136,4	- 1.238,6	- 1.198,4
Totale fondi	- 616,6	- 1.032,5	- 1.136,4	- 1.238,6	- 1.198,4
CIN	11.010,8	16.178,7	16.355,9	4.935,3	769,5
Disponibilità liquide	- 1.871,3	- 2.301,4	- 1.372,1	- 148,7	- 235,2
Debiti finanziari	9.665,5	14.444,4	13.231,1	13.162,5	12.608,2
PFN	7.794,2	12.143,0	11.859,0	13.013,8	12.373,0
PN	3.216,6	4.035,6	4.497,0	- 8.078,7	- 13.142,5
Totale fondi	11.010,8	16.178,7	16.355,9	4.935,3	769,5

2.4. Identificazione dei beni compresi nell'azienda oggetto di stima

Come sopra indicato, l'azienda svolge attività di progettazione, costruzione e commercializzazione di prodotti elettrici ed elettronici, comprensivi di software e hardware e di apparecchiature per telecomunicazioni, l'assistenza e la manutenzione degli stessi.

Il perimetro degli elementi costituenti l'azienda oggetto della presente valutazione è stato indicato allo scrivente dalla Curatela facendo riferimento all'ultima situazione economico patrimoniale disponibile al 31/12/2024, al contratto di affitto di azienda ed anche a seguito della ricognizione dei beni aziendali effettuata in sede di inventario.

In particolare, l'azienda è costituita esclusivamente dai seguenti elementi:

- i beni mobili, le costruzioni leggere, le attrezzature ed i mezzi targati;
- gli arredi per l'esercizio dell'attività, compresi tavoli, scrivanie, sedie, complementi d'arredo;
- gli strumenti di lavoro e le attrezzature sia manuali che automatiche;
- gli impianti tutti, i quadri elettrici, gli ups, gli impianti di climatizzazione;
- tutti i mezzi di trasporto targati e non targati, oltre a tutti i mezzi di movimentazione, carico e carico dei materiali;
- tutti gli apparati informatici;
- i marchi ed i brevetti;
- i dipendenti individuati nell'allegato "F" al contratto di affitto d'azienda.

L'attivo fisso rientrante nell'azienda ed individuato nella situazione economico-patrimoniale al 31 dicembre 2024 è costituito dalle seguenti voci:

Voci contabili	Elenos	Azienda oggetto di valutazione
	2024	2024
Diritti di brevetto, di uti. Opere dell'ingegno	798.300	798.300
Marchi	169.900	169.900
Altre	-	-
Immobilizzazioni immateriali	968.200	968.200
Terreni e fabbricati	73.100	73.100
Impianti e macchinari	91.400	91.400
Attrezzature industriali e commerciali	224.300	224.300
Altri beni	65.200	65.200
Immobilizzazioni in corso e acconti	60.000	60.000
Immobilizzazioni materiali	514.000	514.000
Immobilizzazioni finanziarie	130.500	-
TOTALE ATTIVITA'	1.612.700	1.482.200
Debiti per TFR	535.800	535.800
Debiti verso il personale per ratei ferie/permessi	140.600	140.600
TOTALE PASSIVITA'	676.400	676.400

3. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Per la stima del valore del capitale economico d'azienda oggetto della presente perizia sono stati presi in considerazione i metodi valutativi di generale accettazione.

I criteri di valutazione di un'azienda sono essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico. Pertanto, essi, sul piano teorico dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico criterio di valutazione adottato dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti

(stabilità);

- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa "intensità" di tali requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito.

Da ciò può discendere l'esigenza di considerare più metodi di valutazione, al fine di "mediare" i risultati ottenuti, e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo.

In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda.

Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata.

Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà.

In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.), i metodi valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

1. metodi patrimoniali;
2. metodo reddituale;

3. metodi misti patrimoniali – reddituali;
4. metodi fondati sui flussi;
5. altri metodi.

1) METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali si fondano sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

2) IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro.

Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita. In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R) calcolata al tasso (i) determinato in base alla seguente formula:

$$\text{valore attuale della rendita perpetua} : W = R / i$$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico.

3) METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI

Si tratta di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di

quelli patrimoniali. Elemento essenziale dei detti metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

4) METODI FONDATI SUI FLUSSI

Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione dell'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare.

Il valore dell'azienda viene, cioè, concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi di dividendi (metodi dei flussi finanziari) ovvero dei flussi di reddito medio atteso (metodo dei flussi reddituali) che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.

5) ALTRI METODI

La pratica professionale, soprattutto con riferimento alle società quotate o "quotande" nei mercati regolamentati, ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi particolarmente innovativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali l'EVA, che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il REI, che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario, per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

Le valutazioni relative sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli.

Il metodo dei Multipli che comporta la determinazione del valore di un'azienda osservando le performance che il mercato esprime nelle

negoiazioni regolamentate o nello scambio di quote rilevanti per aziende del tutto simili che operano nello stesso settore e con rendimenti o aspettative di rendimenti analoghi.

Il metodo dei Multipli, pur ricadendo nella metodica di mercato e non in quella dei flussi di risultati attesi, è una valutazione relativa che permette di individuare il valore dell'azienda "sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultato attesi".

L'obiettivo del metodo è quello di determinare in via analogica il valore di un'azienda adottando dei rapporti, c.d. multipli, fondati sui prezzi dei titoli di società comparabili quotate, da moltiplicare per la corrispondente grandezza dell'azienda oggetto di valutazione.

4. SCELTA METODOLOGICA

Nel caso di specie, l'esercizio di valutazione è stato sviluppato con riferimento alle valutazioni in contesti liquidatori di smobilizzo forzato dell'azienda nell'ambito di una procedura competitiva.

In tale ipotesi di vendita in ottica di smobilizzo forzato di un complesso di beni, nel commento dei Principi Italiani di Valutazione, I.6.7, è chiarito che *"La dottrina indica che in una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività (cioè non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di valutazione). Inoltre, nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato"*. Il valore di riferimento non è pertanto il *fair value*, ma un prezzo che rifletta la debolezza contrattuale della società.

Il criterio per la valutazione d'azienda della Elenos S.r.l. è rappresentato dal metodo patrimoniale, particolarmente utilizzato nell'ambito delle stime

degli apporti, dati gli scopi di "garanzia societaria" richiesti. Il metodo patrimoniale, infatti, presenta spiccate caratteristiche di obiettività (legata all'accertamento dei fatti e delle considerazioni storiche), di analiticità (in quanto spiega il significato del valore dell'azienda in funzione dei vari elementi del patrimonio), e di generalità che lo rendono particolarmente valido qualora le finalità della valutazione siano connesse all'accertamento chiaro ed univoco di un valore conservativo che tuteli comunque gli interessi delle parti, nonché dei terzi coinvolti direttamente o indirettamente.

Il metodo patrimoniale può essere assunto quale unica informazione nel processo di valutazione di un'azienda solamente in quelle particolari fattispecie ove, per la natura tipica del settore in cui l'azienda opera, è possibile attribuire in via dominante agli elementi patrimoniali la caratteristica di vettori principali nel processo di generazione del valore: per questo la dottrina e la prassi consolidata tendono a fare ricorso al metodo patrimoniale nei processi di valutazione delle società di servizi che non sono connotate da attività produttive industriali.

Inoltre, la scelta della metodologia muove dall'assenza di proiezioni predisposte dal management e riferite ad una performance economica futura attesa per l'azienda oggetto di valutazione, in quanto l'unica situazione economica disponibile dell'affittuaria "Dacta Broadcast S.r.l." è relativa ad un arco temporale troppo limitato ovvero il primo semestre 2025.

APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA

- **METODO PATRIMONIALE**

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della Società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale.

Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento in cui viene compiuta la valutazione; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

La valutazione degli elementi patrimoniali materiali attivi è stata effettuata prendendo a riferimento la stima redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie (IVG) di Ferrara dei beni presenti nell'unità locale sita in Poggio Renatico (FE) e nell'unità locale sita in Orvieto (TR) e la valutazione degli elementi patrimoniali immateriali attivi non inclusi in tale stima, sulla base del valore netto contabile.

A tali valori di riferimento sono stati applicati dei fattori rettificativi; la stima redatta dall'Istituto Vendite Giudiziarie (IVG) di Ferrara è stata rettificata sia per tener conto che i beni non devono essere considerati atomisticamente per singola vendita giudiziale bensì facenti parte di un complesso funzionante costituente l'azienda, in grado di generare redditività futura, sia per tener conto della limitata operatività dell'unità locale di Orvieto in quanto condotta in un immobile oggetto di imminente rilascio a seguito di esecuzione immobiliare.

Il valore netto contabile degli elementi immateriali è stato rettificato sulla base della percentuale di sconto rilevata analizzando le aste giudiziarie pubblicamente disponibili ed aventi ad oggetto la liquidazione di asset comparabili nel periodo 1995-2024.

L'analisi delle aste pubbliche ha evidenziato uno sconto medio del 43,49%, in linea con lo sconto medio osservato in letteratura in tali operazioni pari al 41,77% (Premi e sconti nelle valutazioni delle Aziende – Mauro Romano).

La valutazione degli elementi patrimoniali passivi, ovvero debiti verso i dipendenti per ratei e TFR, è stata effettuata prendendo a riferimento gli

elaborati redatti dal consulente del lavoro Dott.ssa Paola Bovolenta, incaricata dalla Curatela.

• **PARAMETRI DI APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA**

Il sottoscritto perito, una volta individuati i singoli elementi costituenti l'azienda e risultanti dalla situazione contabile di riferimento (31/12/2024) ha valutato, quindi, le singole poste patrimoniali sulla base delle valutazioni sopra individuate applicando i fattori rettificativi illustrati.

Descrizione azienda	Valore contabile	Rettifica / Sconto di smobilizzo	Valore Azienda oggetto di valutazione
Diritti di brevetto, di uti. Opere dell'ingeno	798.300	-43,49%	451.119
Marchi	169.900	169.900	-
Immobilizzazioni immateriali	968.200		451.119
Terreni e fabbricati	73.100		
Impianti e macchinari	91.400		258.804
Attrezzature industriali e commerciali	224.300		-
Altri beni	65.200		-
Immobilizzazioni in corso e acconti	60.000	60.000	-
Immobilizzazioni materiali	514.000	60.000	258.804
Attivo fisso	1.482.200		709.923
TOTALE ATTIVITA'			
VALORE DELL'AZIENDA			709.923
Debiti per TFR			535.800
Debiti verso il personale per ratei ferie/permessi			140.600
TOTALE PASSIVITA'			676.400

ATTIVO

Immobilizzazioni immateriali

Nella situazione presa a riferimento per la redazione della presente relazione di stima risultano contabilizzate immobilizzazioni immateriali rappresentate da "Diritti di brevetto, di utilizz. Opere dell'ingegno" per Euro 798.300 e "Marchi e concessioni" per Euro 169.900.

Sulla base delle indicazioni fornite, in considerazione dell'assenza di un mercato attivo e di interesse per l'acquisizione di tali assets, si ritiene di svalutare integralmente la voce "Marchi e concessioni".

Per quanto riguarda invece la voce "Diritti di brevetto, di utilizz. Opere dell'ingegno" si ritiene di operare la rettifica del 43,49% per quanto sopra esposto.

Il valore complessivo delle immobilizzazioni immateriali può quindi essere assunto pari a Euro 451.119.

Immobilizzazioni materiali

Sono composte da "Terreni e Fabbricati/costruzioni leggere", "Impianti e macchinari", "Attrezzature industriali e commerciali" e "Altri Beni" e "Immobilizzazioni in corso e acconti".

La valutazione effettuata dall'Istituto Vendita Giudiziarie di Ferrara è pari ad Euro 215.670.

Ai fini della presente relazione, lo scrivente ha provveduto a svalutare interamente la voce "Immobilizzazioni in corso e acconti" in quanto riferita a caparre considerate irrecuperabili.

In considerazione dei fattori rettificativi sopra esposti, il valore complessivo delle immobilizzazioni materiali può quindi essere assunto pari a Euro 258.804.

Totale Attivo: Euro 709.923

PASSIVO

Debito per trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

Il fondo trattamento fine rapporto subordinato, il cui saldo netto al 31 gennaio 2025 è pari ad Euro 535.800, rappresenta l'effettivo debito maturato verso i dipendenti trasferiti, in conformità alle leggi ed ai contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione avente carattere continuativo. Il fondo corrisponde al totale delle singole indennità maturate a favore dei dipendenti alla data di riferimento, al netto degli eventuali acconti già erogati, ed è pari a quanto si sarebbe dovuto corrispondere ai dipendenti nell'ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro a tale data.

Il criterio di valutazione non può che essere quello del valore nominale, trattandosi di passività, anche se nella fattispecie si tratta di passività differite.

Quale valore corrente il sottoscritto conferma il valore contabile.

Debiti verso il personale per ratei per ferie e permessi

Le valutazioni sono espresse al valore nominale.

Il saldo dei debiti, pari ad Euro 140.600 è composto dal debito per ratei verso il personale dipendente trasferito alla data del 31 gennaio 2025 come da prospetto fornito dal consulente del lavoro Dott.ssa Bovolenta.

Quale valore corrente il sottoscritto conferma il valore contabile.

Totale passivo: Euro 676.400

Secondo quanto previsto dall'art. 368, comma 5 bis, CCII, il debito per Trattamento di Fine Rapporto potrebbe essere lasciato in capo alla procedura stessa diventando immediatamente liquidabile a favore dei dipendenti trasferiti da parte del Fondo di Garanzia mentre, nel caso in cui l'affittuario dovesse aggiudicarsi l'azienda oggetto di valutazione, il debito complessivo, ridotto da ferie e permessi goduti alla data di aggiudicazione, potrebbe essere dedotto dal saldo prezzo. Poiché tale valutazione è di competenza della discrezionalità della Curatela, lo scrivente ritiene di non dover tenere in considerazione tali poste passive.

RISULTATI DELL'APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE

Le modalità di applicazione del metodo patrimoniale, in base ai criteri ed ai parametri sopra illustrati, determina un valore corrente dell'azienda con riferimento alla data del 31 gennaio 2025 pari ad Euro 709.923,00 (settecentonovemilanovecentoventitre/00).

6. CONCLUSIONI

Sulla base dei dati a disposizione e alla documentazione a supporto, che vengono conservati a cura del sottoscritto, delle ipotesi elencate e delle scelte operate descritte nei paragrafi precedenti, nonché dell'applicazione

del metodo valutativo scelto, il valore al 31 gennaio 2025 dell'azienda della società ELENOS S.r.l. è determinato in Euro 709.923,00 (settecentonovemilanovecentoventitre/00).

Ritenendo di aver risposto alle richieste del curatore, si emette il presente elaborato rimanendo a disposizione per qualsiasi chiarimento o integrazione che dovesse occorrere.

In fede.

Ferrara, 20 ottobre 2025

Il professionista incaricato

Dott. Giovanni D'Iapico
