

0112358132134558914423337761098715972584
4181676510946177112865746368750251213931
9641831781151422983204013462692178309352
4578570288792274651493035224157817390881
696324598610233415501123581321345589144
2333776109871597258441816765109461771128
6574636875025121393196418317811514229832
040134626921783093524578570288792274651
493035224157817390881696324598610233415

Dell'ApaZoncaeAssociati

Dott. Roberta Dell'Apa
Dott. Maria Caterina Frustaci

Dott. Andrea Zonca
Dott. Matteo Sartirana

Dott. Alessandra Ballarino
Dott. Diana Martin
Dott. Gabriele Benegiamo

Dott. Alessio Bianchi
Dott. Anna Moretta
Dott. Daniela Risiglione

Dott. Chiara Baldo

of counsel

Dott. Alberto Diaferia

Determinazione del valore attuale di mercato dell'azienda condotta dalla Società

DAVIDE ALBERTARIO MILANO S.R.L.

Opera (MI) Via Cadorna 15, 20073

capitale Sociale euro 10.000,00, codice fiscale n. 08057360961

Studio Dell'Apa Zonca e Associati
Dottori Commercialisti
Via Locatelli 4 - 20124 Milano

Telefono +39 02 6699241
Telefax +39 02 66992433
info@studiodellapazonca.it

Indice

1. Premessa
2. Finalità e limiti della stima
3. Data di riferimento della stima e documentazione considerata
4. L'azienda oggetto della presente stima
5. Criteri metodologici e determinazione dei valori
6. Criteri metodologici adottati e determinazione dei valori
7. Risultati e conclusioni

Allegati

1. visura storica della società;
2. copia contratto di affitto azienda;
3. copia preliminare di cessione ramo d'azienda del 20/03/2025;
4. copia bilanci dal 2021 al 2024;
5. situazione contabile al 31/08/2025;
6. copia Piano CNC;
7. copia valutazione del compendio mobiliare;

1. Premessa

La società Davide Albertario Milano S.r.l., in persona del legale rappresentante [] ha conferito incarico al sottoscritto dott. Andrea Carlo Zonca, nato a Milano il 5 giugno 1966 e con Studio a Milano in via Locatelli n. 4, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, di stimare il valore economico dell'azienda condotta dalla suddetta Società.

La società Davide Albertario S.r.l., è stata costituita il 21 dicembre 2012 (con atto del notaio Enrico Lainati, rep. N. 51953/21995) tra i soci [] e Simep S.r.l. come da visura allegata (**allegato sub 1**).

La società ha per oggetto sociale *“la fabbricazione di articoli di pelletteria, di calzature e accessori in pelle, cuoio e materiali sintetici; la società ne curerà il design, la ricerca di materiali, la progettazione e creazione di soluzioni originali. Detti prodotti potranno essere commercializzati all'ingrosso, al dettaglio, per corrispondenza o e-commerce tramite internet”*.

Davide Albertario Milano S.r.l. è dunque un'azienda ubicata nella città di Opera, in provincia di Milano, specializzata nella produzione di accessori di lusso in pelle, quasi esclusivamente a marchio “Dior”.

In data 6 maggio 2015 il sig. [] ha concesso in affitto a Davide Albetario Milano S.r.l. (con atto del Notaio Ciro De Vivo di Milano, rep. N. 25455/15562, registrato in data 18 maggio 2015 al n. 19292 – Serie 1T – **allegato sub 2**) il ramo d'azienda, condotto originariamente nella sede sita a Opera (MI) in via Diaz n. 20/A, avente ad oggetto la produzione, progettazione, realizzazione e commercializzazione di articoli di pelletteria per uomo e donna, nonché la creazione di modelli e campionari.

Davide Albertario Milano s.r.l. ha, quindi, proseguito l'attività di cui al ramo d'azienda preso in affitto e nel corso degli anni lo ha, dapprima, trasferito presso la sede produttiva a Opera in via Cesare Pavese n. 25 e, successivamente, lo ha ampliato aprendo una ulteriore unità produttiva a

Opera (MI) in via Staffora n. 14, con apporto di nuovi beni e macchinari di esclusiva proprietà della Davide Albertario Milano S.r.l.

Davide Albertario Milano ha ricevuto da parte di un soggetto terzo una proposta di acquisto del ramo d'azienda sito in Opera (MI), via Staffora n. 14 – ivi inclusa la cessione dei contratti di lavoro e di locazione dell'immobile ove è esercitata l'attività afferente ai superiori beni - da perfezionarsi previo accesso da parte di Davide Albertario Milano alla Composizione Negoziata ai sensi del d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 (il “Codice della Crisi”) e nel contesto di essa ovvero nell'ambito di un diverso strumento di ristrutturazione del debito tra quelli previsti dal Codice della Crisi, e subordinatamente, inter alia, all'acquisto da parte di Davide Albertario Milano del Ramo d'azienda condotto in affitto.

Davide Albertario Milano si è quindi determinata ad accedere alla Composizione Negoziata ex art. 12 Codice della Crisi per (i) preservare il valore dei beni materiali e immateriali che caratterizzano la propria attività (ii) preservare il mantenimento dell'attuale livello occupazionale nella sua totalità (iii) e tutelare il ceto creditorio in genere, ivi incluso quello di pertinenza del Ramo D'Azienda Pavese ante Contratto di Affitto. In tale prospettiva, l'acquisto del ramo d'Azienda in affitto è funzionale e strumentale a una più efficace ristrutturazione aziendale per un miglior soddisfacimento dei creditori tutti.

Le valutazioni contenute nel presente elaborato peritale sono state determinate sulla base di criteri esclusivamente tecnici e mirati alle finalità della perizia stessa, ribadendo che la valutazione dell'azienda, come attualmente configurata in capo alla Davide Albertario S.r.l., ha quale suo primario presupposto il trasferimento definitivo del ramo d'azienda di proprietà di attualmente ancora condotto in affitto dalla Società in virtù del contratto sottoscritto il 6 maggio 2015. Al riguardo occorre precisare che la Società ha già raccolto la disponibilità del signor Davide Albertario a dare corso alla definitiva cessione del ramo, nella forma che le parti riterranno più opportuna; al riguardo occorre precisare che in data 20 marzo 2025 è stato sottoscritto un preliminare di cessione di ramo d'azienda tra il signor e la Società Davide Albertario Milano S.r.l. (**allegato sub 3**).

Quanto al prezzo di acquisto del ramo in affitto, è possibile considerare quanto segue.

A far tempo dalla sottoscrizione del contratto di affitto di azienda di proprietà della ditta individuale e a seguito degli investimenti da parte di Davide Albertario Milano S.r.l., si è assistito nel corso degli anni a una progressiva e radicale trasformazione della struttura organizzativa aziendale sia in termini di modello di business, sia in termini processi produttivi.

Infatti, (i) il numero di dipendenti è passato dalle iniziali 15 unità alle attuali 64 unità, (ii) sono stati acquistati nuovi e più efficienti macchinari rispetto a quelli originariamente ricompresi nel perimetro del ramo concesso in affitto (del valore complessivo di euro 34.000,00, completamente ammortizzati), (ii) si è avuto un cambio di rotta della produzione, evolutasi – e oggi di fatto sostanzialmente incentrata - sulle lavorazioni per conto di DIOR e dunque beni a marchio DIOR.

In tale situazione di frattura tra la composizione e l'organizzazione dell'azienda presa in affitto e quella attuale, non pare possibile attribuire un valore al bene di proprietà di persona fisica ai fini della definitiva acquisizione dell'azienda da parte di Davide Albertario Milano S.r.l., se non quello coincidente con la debitoria tributaria in capo alla ditta individuale.

Tale conclusione appare la più coerente ai fini dell'individuazione di un possibile valore della trasferenda azienda da persona fisica a Davide Albertario Milano S.r.l., più che altro anche in considerazione della responsabilità solidale sussistente ex lege in capo al cessionario d'azienda.

In definitiva il prezzo di acquisto può essere parametrato tenendo conto dei debiti della cedente, che saranno accollati al cessionario per effetto del contratto di cessione d'azienda. La ragion d'essere di detta cessione risiede nella circostanza che tale “trasferimento” è funzionale alla complessiva operazione di vendita dell'azienda, che consentirà oltretutto la salvaguardia dei livelli occupazionali, incluso il trasferimento di n. 4 dipendenti inclusi nel contratto di affitto.

I limiti del lavoro svolto, le metodologie adottate ed i risultati ottenuti, sono esposti qui di seguito.

2. Finalità e limiti della stima

Come illustrato in premessa, la presente stima è stata predisposta allo scopo di determinare il valore dell'azienda attualmente condotta dalla Davide Albertario Milano S.r.l..

La valutazione è diretta ad accertare il valore di mercato dell'azienda nell'ipotesi di cessione a terzi nell'attuale contesto della procedura di Composizione Negoziata della Crisi attualmente in corso e ad accertare il presumibile valore di liquidazione dell'azienda medesima nell'ambito della denegata ipotesi di ricorso a una procedura di liquidazione giudiziale.

La configurazione del valore di mercato di seguito individuata coincide con il valore di mercato come definito nei Principi Italiani di Valutazione. Gli stessi principi chiariscono la differenza tra valore, che è frutto della stima in base all'applicazione di metodologie utilizzate e sviluppate dalla dottrina aziendalistica, e il prezzo, che è una grandezza empirica. Gli stessi PIV chiariscono come sia diverso dal valore di stima il c.d. "valore negoziale equitativo", che è il valore che intercorre tra due soggetti specificatamente identificati. Nel caso specifico è evidente che il prezzo che quello che è di fatto l'unico cliente della Società (DIOR) potrebbe pagare non coincide con il valore di mercato, ma sarebbe un prezzo che tiene conto degli specifici interessi, vantaggi e sinergie del soggetto offerente rispetto alla conclusione dell'operazione, elementi che sono esogeni rispetto all'effettivo valore di mercato.

Conseguentemente, la presente stima non può essere utilizzata per nessun altro scopo, né può essere citata, fatta oggetto di riferimento o divulgata a terzi (ad eccezione dei Professionisti di fiducia della Società e dell'Esperto nominato nell'ambito della Composizione Negoziata della Crisi) senza il mio preventivo consenso scritto, salvo il caso di richiesta di Autorità alle quali non si possa opporre rifiuto.

Il mio lavoro è consistito in una rielaborazione delle informazioni e dei documenti ricevuti al fine di poter giungere, sulla base delle tecniche professionali, a fornire ragionevoli riscontri in merito al valore di mercato dell'azienda nell'ipotesi di cessione a terzi nell'attuale contesto di Composizione Negoziata della Crisi ed accertare il presumibile valore di liquidazione dell'azienda nell'ambito della liquidazione giudiziale.

Le elaborazioni sono state effettuate con le tecniche ed i supporti contabili indicati successivamente.

3. Data di riferimento della stima e documentazione considerata

Ai fini della determinazione del valore di mercato dell'azienda nell'ipotesi di cessione a terzi nell'attuale contesto di Composizione Negoziata della Crisi ed accertare il presumibile valore di liquidazione nell'ambito della liquidazione giudiziale, la stima si riferisce alla data del 31 agosto 2025, data di chiusura dell'ultimo periodo contabile per il quale si dispone di dati attendibili e già verificati.

Nello svolgimento dell'incarico lo scrivente ha considerato il contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 6 maggio 2015 con il [] la documentazione relativa alla Procedura di Composizione Negoziata della Crisi, i dati contenuti nei bilanci contabili forniti dalla Società relativi all'annualità 2021, 2022, 2023 e 2024 e alla data del 31 agosto 2025, la perizia di stima del compendio mobiliare predisposta dalla società PBG S.r.l. datata 6 ottobre 2025 e altra documentazione messami a disposizione dalla Società.

Ritengo infatti che detti documenti forniscano, pur nei limiti di quanto già espresso al precedente paragrafo, l'imprescindibile punto di riferimento per formulare la stima dell'azienda condotta da Davide Albertario Milano S.r.l.

4. L'azienda oggetto della presente stima

L'azienda, fondata nel 1978 da , ha una lunga storia di successo nel mondo della pelletteria, grazie alla costante ricerca dell'eccellenza e alla passione per il proprio lavoro della Famiglia Albertario. Da oltre quarant'anni, l'azienda si distingue per la produzione di accessori di alta gamma destinati ad una clientela esigente e sofisticata, sempre alla ricerca di prodotti di altissima qualità e di grande valore estetico. La produzione è caratterizzata dalla cura artigianale dei dettagli, dalla scelta accurata dei materiali e dal design italiano d'avanguardia, che fa della bellezza e dell'eleganza il suo punto di forza. La Davide Albertario Milano è quindi un'azienda italiana di successo che rappresenta un'eccellenza nel panorama della pelletteria nazionale e internazionale.

La specializzazione dell'azienda consente alla società di realizzare internamente una vasta gamma di prodotti, come svuota tasche o accessori rigidi come tovagliette all'americana con sottobicchieri in pelle, già realizzati su richiesta dei clienti. L'azienda è altresì in grado di offrire servizi di rivestimento per lampade di design, collaborando con brand importanti.

In sintesi, l'azienda è in grado di offrire una vasta gamma di prodotti, vista l'enorme esperienza manifatturiera acquisita in oltre 40 anni di attività.

L'azienda nel corso degli anni ha collaborato anche con importanti aziende del settore automobilistico, dimostrando la capacità di adattarsi alle richieste dei clienti, anche se nel proseguire del tempo è divenuta quasi esclusivamente produttrice di manufatti a marchi "Dior".

Le borse sono realizzate interamente secondo la scuola pellettiera italiana che si tramanda da generazioni; dall'autunno 2019 la Società ha inoltre implementato un programma di sostenibilità nel pieno rispetto dei canoni internazionali di tracciabilità dalla materia prima passando per tutto il processo produttivo, questo per offrire un prodotto sempre più all'avanguardia e rispettoso dell'ambiente e rigorosamente MADE IN ITALY al fine di realizzare prodotti di alta qualità e dal design unico.

L'attività d'impresa è sviluppata su due rami differenti, il ramo "Dior" e il ramo "Davide Albertario Milano". L'attività prevalente della Società è costituita dalla produzione di articoli di pelletteria, svolgendo ogni fase della lavorazione internamente nei vari reparti, con la precisazione che il ramo Dior è ubicato presso l'immobile sito in Opera via Staffora n. 14, mentre il ramo Davide Albertario Milano è in Opera via Cesare Pavese n. 25. L'attività d'impresa alla data di redazione della presente stima è svolta essenzialmente nei confronti dell'unico cliente, Dior, realizzando per conto della citata *maison*, gli articoli di alta moda quali borse, portafogli, articoli vari di pelletteria, mentre il ramo Davide Albertario Milano risulta essere al momento marginale e sostanzialmente inattivo.

La società è quindi sempre stata attiva nel settore della produzione di articoli di pelletteria sviluppando comunque un business di modeste dimensioni, visti i ricavi annui conseguiti dall'anno 2021 all'anno 2024, pari a circa 3 milioni di euro (**allegato sub 4**).

La Società non è stata in grado di contrastare l'ingresso sul mercato di grandi imprese multinazionali che hanno aggredito la capacità delle piccole e medie aziende di resistere a una politica di costi e di prezzi basata su scala industriale e non più "artigianale", oltre che ai prezzi di vendita al significativo ribasso imposto dalle società operanti nel settore della "moda".

Negli ultimi anni (2022 – 2024), come risulta dai bilanci di riferimento, a seguito di concomitanti fattori endogeni ed esogeni, e in particolare per l'aumento della competitività nel mercato della pelletteria, la Società ha subito un'importante erosione dei margini economici della gestione dell'attività esercitata da cui è scaturita una crisi finanziaria.

La Società si è quindi determinata – dopo aver provveduto ad una analisi attenta della propria crisi d'impresa – a far ricorso a una procedura di gestione della crisi allo scopo di preservare:

- (i) il valore dei beni materiali ed immateriali che caratterizzano la propria attività imprenditoriale;
- (ii) il mantenimento dell'attuale livello occupazionale nella sua totalità, dunque la tutela di tutti gli attuali 60 posti di lavoro;
- (iii) tutelare il ceto creditorio in genere, il tutto salvaguardando la continuità aziendale.

Al fine di far fronte alla descritta situazione di distress economico-finanziario in data 23 giugno 2025 la Società ha depositato istanza ai sensi degli artt. 12 e ss. CCII, volta all'avvio di una procedura di Composizione Negoziata della Crisi.

Alla luce delle considerazioni testé svolte, ed ai fini, il sottoscritto ritiene pertanto di dover rinvenire un valore dell'azienda: (i) allo stato attuale, (ii) nella residuale ipotesi di liquidazione giudiziale.

5. Criteri metodologici e determinazione dei valori

Secondo la migliore dottrina professionale, qualora si dovesse decidere di trascurare i più recenti indirizzi anglosassoni e americani basati sui prezzi di mercato per scambi equivalenti o società equivalenti, i metodi di stima del capitale economico delle imprese possono essere sostanzialmente ricondotti alle seguenti tipologie di base, che mal si addicono a situazioni complesse o a ipotesi caratterizzate da specificità non ripetibili:

- a) metodo finanziario dell'attualizzazione dei flussi di cassa (*discounted cash flow*), che si fonda sull'assunto che il valore di un'azienda sia pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro;
- b) metodo reddituale, che si basa sul principio che il valore di un'azienda dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre;
- c) metodo patrimoniale, che assume l'ipotesi che il valore di un'azienda si identifichi essenzialmente nella portata del suo patrimonio netto contabile, rettificato al fine di tenere conto di ogni plusvalenza o minusvalenza inespressa;
- d) metodo misto patrimoniale - reddituale che, fondendo i principi essenziali dei metodi reddituali e patrimoniali, si ispira al principio che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore del suo patrimonio netto contabile rettificato, che dalla sua capacità di produrre redditi;
- e) metodo dei moltiplicatori che consente di determinare in via analogica il valore di un'azienda adottando dei rapporti fondati sui prezzi dei titoli di società quotate comparabili, aggiustando il risultato così ottenuto mediante l'addizione della posizione finanziaria netta, al fine di tenere in considerazione le dimensioni proprie dell'azienda oggetto di valutazione.

Tra tali metodologie è impossibile stilare a priori una graduatoria circa la rispettiva validità, nell'ottica di fornire una corretta rappresentazione del valore del capitale economico di un'impresa, in quanto ognuna di esse è basata su elementi di apprezzamento disomogenei. E' pertanto necessario scegliere tra di esse quella ritenuta più idonea nelle singole circostanze applicative, per tener conto compiutamente delle caratteristiche proprie dell'azienda oggetto di valutazione e delle finalità della perizia.

Nelle pagine seguenti sono sinteticamente esposti i concetti qualificanti di ognuna delle suddette metodologie.

Metodo dei flussi di cassa attualizzati

Secondo tale metodologia il valore di un'azienda è pari al valore attuale dei seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro un determinato orizzonte temporale;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale al termine del periodo di osservazione dei flussi finanziari.

Al valore così determinato si dovrebbe aggiungere, se necessario, il valore corrente di mercato dei titoli negoziabili e degli altri investimenti non essenziali per la gestione corrente, dedotto l'eventuale indebitamento finanziario alla data di riferimento della valutazione.

I flussi di cassa da considerare sono identificabili con il *cash flow* operativo al lordo degli oneri finanziari, il quale viene attualizzato applicando un tasso pari al costo del capitale, inteso come media ponderata del costo del capitale proprio e di quello del capitale di indebitamento.

Metodo reddituale

Secondo tale metodologia, il valore di un'azienda deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, è necessario definire una funzione di capitalizzazione, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri che l'impresa sarà in grado di generare. La funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi attesi si presumano di durata indefinita, di durata limitata nel tempo, o legati alla vita di una persona.

La formula applicata è la seguente:

$$W = R \cdot a_{n \mid i}$$

ove:

- W = valore economico dell'azienda
- R = reddito medio normale atteso
- i = tasso di capitalizzazione
- n = periodo di riferimento

La scelta del tasso di capitalizzazione è il problema centrale di questo procedimento. Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso/opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

Il problema della definizione quantitativa di R può invece essere risolto applicando le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati storici ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- proiettando i risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili, quali la dimensione dell'attività svolta, il livello dei prezzi unitari, il grado di produttività del lavoro, l'incidenza dei costi generali e finanziari, ecc. (metodo della proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per periodi futuri definiti (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di redditività (metodo dell'innovazione).

Metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sull'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi che compongono il capitale dell'azienda.

Esso si basa, come punto di partenza, sul patrimonio netto contabile alla data di riferimento, incluso l'utile dell'esercizio e dedotti gli importi per i quali è già stata deliberata la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile vengono apportate rettifiche per:

- eventuali deviazioni da corretti principi contabili;
- eventuali plusvalenze o minusvalenze riferibili a specifiche poste dell'attivo o del passivo, (al netto del loro effetto fiscale).

Metodo patrimoniale complesso

Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti e clienti, abbiano un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi intangibili sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e, quindi, è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni immateriali è pur sempre la capacità degli stessi di generare reddito. L'indistribuibilità del reddito tra i singoli beni immateriali è la dimostrazione che il valore attribuito a tali beni non può che essere complessivo.

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Un metodo molto diffuso di stima per aziende di vari settori è il metodo misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma del *goodwill*, noto anche come Metodo U.E.C. La sua caratteristica essenziale consiste nella ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente entrambi gli aspetti.

Il metodo in questione si basa sulla formula:

$$W = K + a_{n-i_2} (R - i_1 K_1)$$

ove:

- W = valore economico dell'azienda;
- K = patrimonio netto rettificato;
- K_1 = patrimonio netto rettificato all'inizio dell'esercizio;
- n = numero limitato e definito di anni;
- i_1 = tasso di interesse normale per investimenti esenti da rischio;
- i_2 = tasso di attualizzazione del c.d. sovrareddito.

Metodo dei moltiplicatori

Il criterio 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.

Il multiplo è rappresentato da un quoziente prelevato da un campione di società quotate comparabili, da applicare alla corrispondente variabile dell'azienda oggetto di stima.

I moltiplicatori maggiormente impiegati nella prassi professionali sono rappresentati dai rapporti EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/NOPAT ed EV/SALES.

A livello operativo il multiplo EV/EBITDA è quello maggiormente utilizzato in quanto:

- consente di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse tra loro, traducendosi in ammortamenti a conto economico più o meno consistenti, con evidenti difficoltà di confronto tra imprese costituenti il campione e quella oggetto di valutazione;
- nel mercato è possibile trovare un maggior numero di imprese con EBITDA positivi a fronte di possibili EBIT o NOPAT negativi;
- permette la maggior confrontabilità tra imprese appartenenti a paesi diversi attenuando l'effetto di una differente tassazione.

Nell'utilizzo del metodo dei moltiplicatori, il valutatore deve considerare la necessità o meno di rettificare il risultato ottenuto al fine di considerare le differenze presenti fra le aziende appartenenti al campione e l'azienda oggetto di valutazione.

Risulta prassi ormai consolidata rinvenire l'Equity Value della società oggetto di valutazione attraverso la somma algebrica tra il risultato ottenuto dal prodotto di EBITDA e moltiplicatore e la Posizione Finanziaria Netta (indicatore dato dalla differenza tra i debiti finanziari, indipendentemente dalla scadenza temporale, le attività finanziarie a breve e le disponibilità liquide) risultante alla data di stima.

6. Criteri metodologici adottati e determinazione dei valori

Dopo aver illustrato le metodologie di valutazione d'azienda utilizzate nella prassi professionale, lo scrivente espone i risultati delle proprie determinazioni, descrivendo le assunzioni poste alla base del lavoro svolto, i criteri impiegati e i limiti incontrati nel processo di stima.

La Società ha evidenziato un patrimonio netto negativo di Euro 3.594.015,00 già a far data dalla chiusura dell'esercizio 2024.

Dall'esame della situazione contabile al 31 agosto 2025 (**allegato sub 5**), tale importo viene ulteriormente gravato della perdita conseguita nel periodo, pari a euro 1.451.070,68.

Quanto alle altre grandezze rilevanti, gli ultimi tre esercizi sociali mostrano le seguenti risultanze:

	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Risultato d'esercizio	6.333	1.705	(4.152.827)
EBITDA	117.903	192.518	(3.624.743)

Dal punto di vista patrimoniale, sulla base delle valutazioni indipendenti effettuate in relazione ai cespiti immobilizzati ed ai prodotti e merci a magazzino, non si ravvisa la possibile emersione di alcun plusvalore latente rispetto ai rispettivi valori di carico contabile.

L'ammontare complessivo dei debiti, pari a euro 6.874.887,94 non trova minimamente copertura nella sommatoria delle posizioni creditorie (euro 186.839,25), della liquidità (euro 127.377,24) e del valore di realizzo dei beni materiali (euro 1.049.570,00), così come individuato nella perizia di stima predisposta dalla società PBG S.r.l.

Ciò comporta che qualsiasi stima dell'azienda sulla base di metodi di natura patrimoniale, anche se opportunamente rettificati, non possa portare ad alcun valore positivo.

Dal punto di vista reddituale, parimenti, ciascun indicatore delle *performance* riscontrate nell'ultimo anno completo di attività (2024) non lascia trasparire, sulla base della struttura ed operatività, alcuna marginalità e pertanto conseguenti valori di segno positivo.

Alla luce di tali premesse e stanti la natura dell'attività esercitata, le caratteristiche e la struttura dell'azienda, il sottoscritto ritiene opportuno, ai fini della valutazione richiesta, procedere con due distinte metodologie, così da poter giungere all'individuazione di un valore da ritenersi attendibile.

La società, tramite i propri *advisor*, al fine di superare la crisi finanziaria acuitasi nel 2024, ha ottenuto dal proprio unico cliente un aggiornamento al rialzo dei prezzi degli articoli realizzati, tale fattore unitamente a una riorganizzazione interna che ha permesso una riduzione dei costi fissi aziendali, ha determinato, quantomeno nel Piano (**allegato sub 6**) e nel *Business Plan* redatto, di prevedere a partire dal mese di luglio 2025, un EBITDA positivo, come si evince dalla seguente tabella:

Davide Albertario Milano Srl	lug-25	ago-25	set-25	ott-25	nov-25	dic-25
Conto Economico						
Ricavi di Vendita	357.655	222.361	321.483	403.791	330.553	254.293
Variazione Rimanenze PF	-					
Altri Ricavi	0					
Valore della Produzione	357.655	222.361	321.483	403.791	330.553	254.293
Costi MP	(55.375)	(17.295)	(22.400)	(27.008)	(22.983)	(18.764)
Costi per Servizi	(37.627)	(34.132)	(41.370)	(33.875)	(34.515)	(49.970)
Costi Procedura	-					(53.551)
Costi per Godimento beni di terzi	(16.002)	(15.481)	(15.484)	(15.487)	(15.490)	(15.492)
Costo Personale	(220.038)	(196.973)	(210.929)	(224.886)	(224.886)	(224.886)
Variazione Rimanenze MP	-					
Oneri diversi di gestione	(2.877)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)
EBITDA	25.736	(44.520)	28.300	99.536	29.680	(111.371)
Ammortamenti	(28.472)	(28.472)	(28.472)	(28.472)	(28.472)	(28.472)
Svalutazioni	-					
Reddito Operativo	(2.737)	(72.992)	(172)	71.064	1.208	(139.843)
Proventi Finanziari	-					
Interessi e Oneri Finanziari	(3.775)	(1.537)	(1.489)	(1.441)	(1.393)	(1.344)
Utili (perdite) su cambi	-					
Reddito Ante Imposte	(6.511)	(74.529)	(1.661)	69.623	(185)	(141.187)
Imposte d'esercizio						(842.456)
Utile (Perdita) d'esercizio	(6.511)	(74.529)	(1.661)	69.623	(185)	(983.643)

Alla luce dei dati testé illustrati deve pertanto concludersi che, allo stato attuale, possa esservi un valore positivo attribuibile all'azienda condotta da Davide Albertario Milano S.r.l., intesa quale complesso unitario organizzato, indipendente dalla prosecuzione dei rapporti di fornitura con l'unico cliente.

Al riguardo, è da ritenersi che il metodo dei moltiplicatori dell'Ebitda, ben possa essere utilizzato ai fini della presente stima.

Provvedendo quindi a determinare l'Ebitda di riferimento nel caso di specie, è stato quantificato l'Ebitda medio mensile stimato dei mesi di luglio, settembre, ottobre, novembre 2025 (euro 45.813,08); l'importo così ottenuto è stato moltiplicato per le dieci mensilità in cui la Società otterrebbe un Ebitda positivo e al risultato così determinato è stato sottratto quello negativo relativo ai mesi di agosto e dicembre (che vedono fermi produttivi legati alle festività), ottenendo così un Ebitda stimato pari a euro 302.240,72.

Quanto al moltiplicatore, il sottoscritto perito stimatore ha ritenuto utile affidarsi ai moltiplicatori EV/EBITDA contenuti nelle pubblicazioni del Professor Aswath Damodaran, docente presso la Stern School of Business della New York University, autorità di fama internazionale nell'ambito della finanza aziendale e della valutazione d'azienda, che riportano le rilevazioni del valore medio del rapporto EV/EBITDA effettuate su un campione di aziende, operanti in diversi settori di appartenenza, site nell'area dell'Europa occidentale.

A tale riguardo, le rilevazioni mostrano, tra gli altri, i seguenti valori:

<i>Industry Name</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Apparel	13,33
Diversified	6,82
Total Market (without financials)	9,41

Ragioni meramente prudenziali inducono ad utilizzare quale moltiplicatore, il più basso indice relativo al totale di mercato e pari a 9,41 opportunamente ridotto a 4,29 (pari a una riduzione del 55%) tenuto conto che la sopravvivenza dell'azienda dipende dalle commesse dell'unico cliente, ovvero Dior, che potrebbe in ogni momento decidere di avvalersi dell'opera di altre società

concorrenti, moltiplicatore che applicato al valore di Ebitda come sopra rinvenuto, porta ad un valore dell'azienda di Euro 1.297.519,40, arrotondato a euro 1.300.000,00.

Non vi è allo stato attuale una Posizione Finanziaria Netta, positiva o negativa che sia, da considerare nella valutazione, in considerazione del fatto che l'eventuale offerente acquisterebbe il ramo d'azienda nell'ambito della procedura di Composizione Negoziata della Crisi e quindi non comprensivo delle componenti finanziarie.

Ciò detto, il valore dell'intera azienda determinato attraverso il Metodo dei moltiplicatori dell'Ebitda risulta essere pari a euro 1.300.000,00.

Venendo ora alla seconda metodologia individuata, ovvero quella basata sul metodo del costo che si avvale del principio della sostituzione che definisce come valore massimo di un bene o, come nel caso di specie, di un complesso di beni organizzato, per un investitore prudente e informato, il costo necessario per costruire/replicare l'insieme dei beni con utilità equivalente a quella in esame.

A tale proposito occorre precisare che la Davide Albertario Milano S.r.l. ha attribuito alla società PBG S.r.l. specifico incarico per individuare il valore delle immobilizzazioni materiali e delle rimanenze sia in ottica di continuità aziendale, sia in ottica liquidatoria.

Il valore complessivo attribuito alle immobilizzazioni materiali e alle rimanenze in ottica di continuità aziendale è pari a euro 1.049.570,00, che rappresenta quindi nel caso di specie anche il valore di sostituzione (**allegato sub 7**).

A tale valore occorre aggiungere una sorta di valore di avviamento, non riferibile al pacchetto clienti cedibile, ma nel caso di specie riferito all'immediata disponibilità al funzionamento degli impianti e delle linee adibite a produzione di articoli di pelletteria e dalla connessa capacità produttiva; si ritiene quindi che l'avviamento debba essere determinato tenendo conto delle perdite di opportunità correlate ai mancati guadagni conseguiti nel periodo ritenuto necessario (nel caso di specie 1 anno) al fine di individuare una location produttiva con caratteristiche simili a quelle installate presso l'immobile sito a Opera in via Staffora n. 14 e per installarvi

l'insieme delle macchine, delle attrezzature e degli impianti necessari a svolgere l'attività d'impresa. A tale proposito prendendo a riferimento l'ebitda annuale che ora Davide Albertario Milano Sr.l., sarebbe in grado di conseguire a seguito dell'incremento del proprio listino prezzi e a seguito dell'implementazione delle azioni volte al contenimento dei costi fissi, come sopra determinato in euro 302.240,72, opportunamente ridotto del 25% (pari al premio per il rischio dell'ipotetico investitore interessato ad acquistare l'azienda) determinerebbe un valore dell'avviamento pari a euro 226.680,54, che se sommato al valore delle immobilizzazioni materiali in continuità, determinerebbe un valore complessivo di euro 1.276.250,00, arrotondato in euro 1.300.000,00.

Qualora invece il piano redatto nell'ambito della Composizione Negoziata della Crisi non dovesse essere portato a termine e la Società fosse assoggettata alla procedura di liquidazione giudiziale, si ritiene che il Tribunale possa valutare e autorizzare il Curatore a proseguire l'esercizio dell'impresa.

In tale contesto, la gestione conservativa del patrimonio produttivo seguita a incentrarsi su di un ruolo proattivo del curatore, chiamato ad assumere sulla Procedura il rischio di impresa e a dar corso all'attività economica dell'imprenditore sottoposto a liquidazione giudiziale, non a fini di risanamento, ma di tutela dell'organizzazione di beni e persone che di quell'attività rappresentano lo strumento più importante, ciò al fine di individuare prima il soggetto interessato all'acquisto e perfezionare poi, in un arco temporale complessivo che potrà essere verosimilmente di sei – nove mesi, la cessione dell'azienda.

Nello scenario della Liquidazione Giudiziale è lecito ritenere che il presumibile valore di realizzo dell'azienda sarebbe pari al valore di mercato definito nell'attuale contesto di Composizione Negoziata della Crisi, ovvero euro 1.300.000,00, abbattuto almeno del 30%, e quindi euro 900.000,00. Non si può infatti trascurare l'elevato rischio connesso alla mancata prosecuzione dell'attività; infatti, (i) il curatore potrebbe non assumersi l'onere di dar corso all'esercizio provvisorio in una situazione in cui i margini economici sono comunque ristretti, (ii) DIOR potrebbe interrompere il rapporto di fornitura oggi in essere, fatti che, singolarmente o congiuntamente, determinerebbero una perdita di valore dell'azienda pressoché totale.

.

Sempre nello scenario della Liquidazione Giudiziale, se il Curatore non optasse per adottare l'iter sopra indicato, in assenza di offerte per l'acquisto dell'azienda, l'unico valore rinvenibile sarebbe rappresentato dalla cessione da parte del curatore dei cespiti sociali e del magazzino presente in azienda.

Per la stima di detti ultimi valori, il sottoscritto ritiene pienamente utilizzabili le valutazioni commissionate dalla Società in relazione al compendio mobiliare e al magazzino, valutato, in ipotesi di realizzo a seguito di asta in ambito concorsuale, in euro 488.960,00, di cui di euro 35.100,00 relativi al ramo "Pavese" ed euro 453.860,00 al ramo "Staffora".

Infine, volendo effettuare un'ultima considerazione, è possibile affermare che di fatto il valore di mercato dell'azienda, così come quantificato in euro 1,3 milioni, possa essere attribuito al ramo d'azienda Dior e che il ramo d'azienda Davide Albertario Milano abbia un valore di euro 35.000 pari al valore dei beni allo stesso riferibili, tenuto conto che tale ramo, al momento della redazione della presente stima, risulta essere assolutamente marginale e sostanzialmente inattivo.

7. Risultati e conclusioni

Alla luce di quanto sopra svolto, sulla base dei documenti messi a disposizione, degli accertamenti e delle indagini svolte, delle informazioni assunte e di tutto quanto precede, il sottoscritto perito estimatore ritiene di poter addivenire alle seguenti conclusive.

Il valore attuale attribuibile all'azienda condotta da Davide Albertario Milano S.r.l. è pari a euro 1.300.000,00.

Laddove infine la Società dovesse essere sottoposta alla procedura di Liquidazione Giudiziale, il valore complessivo ritraibile dalla cessione dell'azienda sarebbe non superiore a euro 900.000,00; qualora invece, a seguito dell'apertura della liquidazione giudiziale non fosse più identificabile l'azienda quale complesso di beni organizzati per l'attività d'impresa, dalla vendita atomistica dei beni, il curatore potrebbe verosimilmente ritrarre una somma complessiva di euro 488.960,00.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto perito ritiene di aver assolto all'incarico affidatogli, secondo perizia, indipendenza e in ottemperanza alle disposizioni di legge.

Milano, lì 24 dicembre 2025

dott. Andrea Zonca