



COMPANY SRL

Relazione di valutazione alla data del 30.06.2024

Rimini, 30 settembre 2024

A cura di:
Rossi & Associati

SOMMARIO

1	PARTE INTRODUTTIVA	1
1.1	ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA RELAZIONE	1
1.1.1	<i>Descrizione dell'incarico e natura della stima</i>	2
1.1.2	<i>Identità del committente e dei destinatari</i>	3
1.1.3	<i>Oggetto ed unità di valutazione</i>	4
1.1.4	<i>Presupposto della valutazione</i>	5
1.1.5	<i>Data di riferimento della valutazione</i>	6
1.1.6	<i>Finalità della valutazione</i>	7
1.1.7	<i>La prospettiva della valutazione</i>	8
1.1.8	<i>La configurazione di valore adottata</i>	10
1.1.9	<i>La valuta funzionale</i>	11
1.1.10	<i>Modalità di espressione del valore finale</i>	12
1.1.11	<i>Data della relazione</i>	13
1.2	ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO.....	14
1.2.1	<i>Identità dell'esperto</i>	14
1.2.2	<i>Attestazione di competenza professionale</i>	16
1.2.3	<i>Attestazione di adesione al codice etico</i>	17
1.2.4	<i>Attestazione di indipendenza</i>	18
1.2.5	<i>Dichiarazione di presenza di potenziali conflitti</i>	19
1.2.6	<i>Attestazioni di adesione ai PIV</i>	19
1.2.7	<i>Attestazione di espressione di giudizio informato</i>	19
1.3	SPECIALISTI AUSILIARI.....	21
1.4	CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA.....	22
1.4.1	<i>Natura e fonti delle informazioni utilizzate</i>	23
1.4.2	<i>Limitazioni alla base informativa</i>	24
1.5	IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA.....	25

2	LA BASE INFORMATIVA	26
2.1	COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTI INFORMATIVI	
2.1.1	Dati	
2.1.2	Ipotesi	
2.1.3	Peso assegnato ai vari tipi di informazioni	
3	L'ANALISI FONDAMENTALE	35
3.1	LA SOCIETA' DA VALUTARE	42
3.1.1	Cenni storici ed evoluzione	43
3.1.2	Le aree di Business e i prodotti	44
3.1.3	Analisi strategica, fattori di successo e posizionamento	45
3.2	IL SETTORE, IL MERCATO E LE CONDIZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE	46
3.3	I BILANCI STORICI	47
3.4	I PIANI PREVISIONALI	48
3.5	L'ANALISI DEI RISCHI	49
3.6	ESAME DEL RISCHIO DI CREDITO	50
3.7	L'ANALISI DEI RISCHI DI LIQUIDITA'	51
4	L'APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA	52
4.1	SCELTA DELLA METODOLOGIA PIU' APPROPRIATA	55
4.1.1	Analisi delle metodologie disponibili	56
4.1.2	Selezione delle metodologie piu' appropriate	57
4.1.3	Giustificazione della scelta della metodologia	58
4.1.4	Definizione dei principi di applicazione	59
4.2	SVILUPPO DELLA METODOLOGIA SCELTA	60
4.2.1	Profili teorici relativi al metodo scelto	61
	La normalizzazione degli aggregati economici	69
	Ricostituzione del Capitale netto espresso a valori correnti	70
	Determinazione dei tassi di valutazione	71
	Scelta dell'orizzonte temporale	72

4.2.6	Applicazione di premi e sconti.....	73
4.2.7	Aspetti relativi alla fiscalità.....	74
4.2.8	Calcolo dei Risultati.....	75
4.3	SVILUPPO DELLA METODOLOGIA DI CONTROLLO	76
4.3.1	Profili teorici relativi al metodo di controllo adottato.....	77
4.3.2	Calcolo dei risultati.....	78
5	SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI	79
5.1	SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE.....	89
6	ALLEGATI	90

1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima

Il sottoscritto Dott. X, nato a X il, ivi residente alla via X, con Studio in X alla via X, C.F. X, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di X – sezione A, al nr X, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali al nr X, ha ricevuto incarico dal Signor:

- X, nato a X il, ivi residente alla via X, nella qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione e quindi legale rappresentante della società X, con sede in X alla via X, Capitale sociale € X i.v., P.I. X, iscritta alla CCIAA di X REA n., iscritta al Registro delle Imprese di X, C.F. X, unitamente alle sue controllate, più oltre collettivamente "X" o "società",

di stimare il valore economico del capitale, detto anche valore fondamentale o intrinseco, della società **Company srl** alla data del X.

La natura della stima deve intendersi una **valutazione** così come intesa dai PIV II.2.7¹.

oppure

Alla luce dell'incarico ricevuto (oppure: Alla luce dei limiti oggettivi riscontrati nel processo valutativo) la natura della stima deve intendersi un **parere valutativo** (PIV II.2.7), essendo finalizzata ad individuare il tasso o altro parametro di mercato (oppure: trattandosi di valutazione con limitazioni sostanziali ...; oppure: trattandosi di aggiornamento di precedenti valutazioni).

La natura del lavoro svolto è una relazione libera, composta con equo apprezzamento (oppure per la tutela di interessi legittimi) a scopi conoscitivi (oppure cautelativi, ecc.) degli organi decisionali della società **Company srl**.

oppure

Il presente lavoro è una relazione ufficiale/convenzionale/legale in applicazione di (leggi, contratti, principi contabili)

(eventuale)

Il presente incarico è soggetto alle seguenti **restrizioni legali** (o convenzioni)

1.1.2 Identità del committente e dei destinatari

Il committente dell'incarico, pertanto, deve intendersi la predetta società X, mentre destinatario della relazione di valutazione è da intendersi, come previsto dall'incarico, l'organo amministrativo della stessa, al quale verrà consegnata.

¹ I Principi Italiani di Valutazione 2015, in breve PIV, sono stati emanati in data 20/07/2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione, fondazione promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università L. Bocconi. Ogni successivo riferimento ai PIV che verrà fatto nel prosieguo della relazione, deve intendersi a detto volume, consultabile anche sul sito internet <http://www.fondazioneoiv.it/>

1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della valutazione è l'intero patrimonio sociale della società valutata (art. 2459 del Codice Civile) e, quindi, l'intero patrimonio netto della società valutata, costituito da:

oppure

Oggetto della valutazione è una quota di partecipazione pari al $X\%$ del capitale sociale della società valutata, quindi proceduto, dapprima, alla valutazione della partecipazione valutata, applicando i principi di cui all'art. 2459 del Codice Civile, e, successivamente, alla valutazione della partecipazione previa applicazione di adeguati coefficienti di correzione, determinati nel paragrafo 4.2.6.

oppure

Oggetto della valutazione è un ramo d'azienda, inteso come l'insieme delle attività e le passività necessarie al suo funzionamento, che include le attività e le passività necessarie al suo funzionamento.

L'unità di valutazione è l'intera azienda riferita al bilancio di esercizio.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è un'attività complessiva, è stata valutata in aree di business e in seguito valutata per somme (art. 2459 del Codice Civile). I metodi con cui sono state valutate le singole unità di valutazione sono descritti nel paragrafo 4.1.2.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è un'attività complessiva, è stata valutata in società controllate, si è proceduto attraverso il procedimento "the parts" (III.1) ai fini della determinazione del valore. I metodi con cui sono state valutate le singole unità di valutazione sono descritti al paragrafo 4.1.2.

1.1.4 Presupposto dell'esistenza dell'azienda

La valutazione dell'azienda è basata sulla presunzione di continuità aziendale² (*going concern*). Si precisa che tale presunzione è basata sull'esperienza e non è prevista da norme o principi contabili, circostanza che rende il presupposto di continuità aziendale un presupposto di fatto, in concreto, di tale presunzione si intende che il presupposto di continuità aziendale è un presupposto della valutazione (PIV III.1.8).

La mancanza di riferimenti a dati e informazioni di natura contabile e finanziaria non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale e non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale e non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale e non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale.

oppure

L'adozione del presupposto di continuità aziendale non può essere comunque intesa come una garanzia circa la continuità aziendale e non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale e non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale.

eventuale

Tuttavia, in base a quanto emerso dai lavori, il sottoscritto dichiara che esistono incertezze relative alle prospettive di continuità aziendale, la quale, pertanto, deve essere intesa come condizione ipotetica (ipotesi speciale) (PIV III.1.8). Di ciò il sottoscritto ne ha tenuto conto correggendo opportunamente i flussi attesi (oppure nella determinazione del tasso di sconto) (PIV III.1.8).

² La valutazione economica è effettuata in base a due diversi presupposti: la continuità aziendale e la liquidazione.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il X (PIV 1.1.5.1) e, in alternativa, in presenza di una data contemporanea (PIV 1.8.3).

eventuale

La presente valutazione deve pertanto intendere riferirsi a dati (PIV 1.1.5.2) che sono state utilizzate solo informazioni storiche (PIV 1.1.5.3) e non sono state influenzate da condizionamenti dai fatti che poi sono realmente intervenuti in seguito (PIV 1.1.5.4).

1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dall'organo di amministrazione della società (PIV 1.1.6.1) per un aumento del capitale sociale con ingresso di nuovi soci (PIV 1.1.6.2), per il recesso di un socio, oppure in vista dell'ingresso di nuovi soci (PIV 1.1.6.3) oppure per fini fiscali (PIV 1.1.6.4) (affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, successione, donazione, ecc.).

1.1.7 La prospettiva della valutazione

La valutazione è stata effettuata con prospettiva degli operatori (PIV 1.1.7.1) e non è stata in alcun modo influenzata da dati oggettivi (PIV 1.7.3), cioè non è stata influenzata da dati oggettivi (PIV 1.7.3).

oppure

La valutazione è stata effettuata con prospettiva del mercato (PIV 1.1.7.2) (Signor Z), in quanto tiene conto di fattori che accrescono il valore (PIV 1.1.7.3) e, pertanto, esprime un "valore speciale"³ (PIV 1.7.3).

1.1.8 La configurazione del valore aggiunto

Così come richiesto dalla legge (PIV 1.1.8.1) si cerca del **valore economico del capitale**, detto anche **valore economico**, della società oggetto di valutazione. Tale configurazione si esprime nell'approccio di mercato (PIV 1.1.8.2) e, in presenza di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla perfezione (PIV 1.1.8.3) i benefici economici offerti dall'unità di valutazione e da essa derivanti (PIV 1.6.8).

Il valore intrinseco (PIV 1.1.8.4) quindi esprime il valore (PIV 1.1.8.5) è funzionale alla capacità di reddito dell'azienda (PIV 1.1.8.6) e delle opportunità di crescita (PIV 1.1.8.7) e, in particolare, è realizzabile sulla base di progetti su cui la stessa si è già impegnata, escluso il rischio di potenzialità latente (PIV 1.6.8). Il tutto alla luce del quadro di rischio associato alla realizzazione dei benefici economici attesi (PIV 1.6.8). Esprime, in altre parole, il valore recuperabile da un investitore attraverso i flussi di risultato prospettivi (PIV 1.6.8). Non è, pertanto, un valore di scambio, e non include premi e sconti (PIV 1.6.8). In presenza di un mercato nazionale (senza asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali) coincide con il valore di mercato.

³ Il valore speciale (PIV 1.7.3) è il valore aggiunto (PIV 1.1.8.1) che un'attività può generare per uno specifico soggetto, ad esempio, in presenza di sinergie speciali (PIV 1.1.8.2) o in presenza di un'attività più attraente per quel soggetto (PIV 1.1.2).

oppure

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata espressa in termini del **valore** della società oggetto di valutazione, e quindi espresso in termini di prezzo ragionevolmente realizzabile (PIV 1.6.3).

oppure

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata espressa in termini di **valore funzionale**, cioè la valutazione che discende dall'analisi del valore intrinseco (PIV 1.6.6) ed in particolare.

Oppure, quando la prospettiva della valutazione è di tipo **investimento**

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata espressa in termini di **investimento** della società oggetto di valutazione, e quindi in termini di valore soggetto a **investimento** (valore sinergico) di un soggetto specifico, tenuto in considerazione dei benefici di valutazione (oppure: il valore addizionale che potrà essere generato).

Eventuale. Poiché la presente stima è stata espressa in termini di **valore potenziale** (valore potenziale) e benefici, lo stesso operatore speciale e/o alle condizioni ipotetiche illustrate dettate nel paragrafo 1.1.9, un operatore razionale considererebbe alla data di valutazione, e nei limiti della possibilità, la stima da intendersi **valore potenziale** (PIV 1.6.11).

Eventuale. La predetta configurazione è stata espressa in termini di **valore netto** (costi di negoziazione (imposte, tasse, mediazioni, ecc.) e costi di gestione).

1.1.9 La valuta funzionale

La stima è stata espressa in termini di **valore funzionale** della società da valutare, ovvero l'euro (PIV III.1.20).

1.1.10 Modalità di espressione del valore

La valutazione finale è espressa, nei termini di **valore unico**, che trova il proprio fondamento nei criteri adottati attraverso i quali sono stati determinati i criteri adottati ed illustrati nel Capitolo 4.

oppure

La valutazione finale è espressa, nei termini di **valore range**, che trova il proprio fondamento nei risultati ottenuti attraverso le metodiche ed i criteri adottati ed illustrati nel Capitolo 4, alla luce dei limiti di cui è stato fatto il corso della presente relazione.

1.1.11 Modalità di espressione della relazione

⁴ Il **valore di mercato** è il prezzo che si formerebbe sul mercato alla data della valutazione, ovvero il prezzo di negoziazione fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente e libero, e non esposti a particolari pressioni (obbligo a vendere o comprare).

La presente relazione è stata completata e firmata in

1.2 ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO

1.2.1 Identità dell'esperto

L'incarico è stato personalmente svolto e firmato dal Dott. C. con Studio in via, P.I. X, C.F. .

oppure

Il presente incarico è stato ricevuto dalla società/consulente/consulenti tecnici del Tribunale di X, in via X, P.I. X, C.F. X. L'incarico è stato ricevuto dal Dott. C. con Studio professionale a X, in via, P.I. X, C.F. .

1.2.2 Attestazione di competenza professionale

Il sottoscritto dichiara di essere iscritto al Registro dei Dottori Commercialisti Esperti Contabili di X – sezione A, al nr X, al Registro dei Consulenti Tecnici del Tribunale di X e, tenuto conto delle competenze e dell'esperienza nel settore (PIV II.2.5, IV.7.1 e PIV IV.2.2. per le valutazioni legali).

1.2.3 Attestazione di adesione al codice deontologico

Il sottoscritto dichiara la propria adesione al Codice deontologico dei Valuatori (Principles of Professional Valuer dell'IVSC⁵).

1.2.4 Attestazione di indipendenza

- Il sottoscritto dichiara:
- di non essere legato da rapporti di tipo professionale o di altro tipo che possano compromettere la sua indipendenza di giudizio;
 - che tale requisito di indipendenza non è compromesso dalla associazione professionale/società di cui il medesimo fa parte;
 - che l'impegno sottoscritto in qualità di esperto non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di pareri determinati;
 - che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di pareri determinati o indirizzamenti sul valore, né al

⁵ IVSC (International Valuation Standards Council), lo standard setter internazionale nel campo delle valutazioni.

raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di circostanze contingenti e passivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale l'errore di stima;

- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente;

oppure

Il sottoscritto esperto dichiara di agire in qualità di incaricato ai sensi dell'art. 1709 del Codice Civile e di aver assunto l'incarico (PIV II.1.3).

1.2.5 Dichiarazione di presenza di ostacoli alla stima

Il sottoscritto dichiara la presenza dei seguenti ostacoli (diretti o indiretti), ma ritiene che la circostanza non sia di ostacolo alla stima (PIV II.1.4).

1.2.6 Attestazioni di adesione

Il sottoscritto dichiara che la presenza di ostacoli è stata verificata da esperti indipendenti conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione e che il sottoscritto ha espresso la propria adesione.

oppure

Alla luce di quanto previsto dall'art. 1709 del Codice Civile, il sottoscritto si è discostato dai PIV in relazione a ...; tale eccezione ha i seguenti effetti sulla stima finale (PIV 1.2.2).

1.2.7 Attestazione di idoneità e completezza delle informazioni

Il sottoscritto dichiara di aver percorso il processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio in merito al valore economico delle informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di idoneità e completezza (PIV II.1.1).

1.3 SPECIALISTI

Per la stima di ... il sottoscritto si è avvalso della collaborazione del Dott....., ingegnere di X, in via X, ... degli Ingegneri di X. L'azienda oggetto di valutazione ... è composta anche da ... (immobili, impianti, ecc.), per i quali si è reso necessario il ricorso ad uno specialista.

Il sottoscritto dichiara che non esistono elementi che dubitare della credibilità ed affidabilità della base informativa utilizzata e che il processo di stima è stato svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili (ovvero, non sono in grado di esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati ottenuti dallo specialista).



1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate

Indicazioni dei PIV:

- si dovrebbe garantire, per quanto possibile, la completezza della base informativa;
- più è ristretta la base informativa maggiore è l'incertezza e l'incapacità di supportare i giudizi di valore (1.5.8);
- in caso di limitazioni gravi, se mancano i mezzi per esprimere un giudizio, si deve rinunciare all'incarico (1.5.4). E' l'esperto che deve valutare se i dati esistenti, ai quali non può essere rilasciata né una valutazione né un giudizio, sono sufficienti per esprimere un giudizio;
- la possibilità di far uso delle informazioni disponibili dipende dalla loro natura e la data di redazione della relazione dipende dalla natura delle informazioni, dalla legge, dalle finalità della stima, dall'esigenza di ricostruzione di una situazione e pubblica, da specifici fatti e circostanze; occorre valutare l'attendibilità delle informazioni (1.8.1);
- se la configurazione di valore è il valore di mercato, gli eventi successivi alla data di valutazione possono essere considerati solo se ci sono informazioni avute in merito che possono essere considerati dai partecipanti al mercato con diligenza ragionevole e diligente: occorre considerarli, se inattesi (PIV 1.8.2).

La base Informativa utilizzata risulta essere obiettivamente attendibile ed è stata strutturata con l'intento di considerare i fattori determinanti il valore dell'impresa, in modo esauriente.

Il sottoscritto ha operato con diligenza e competenza nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive verifiche e nella loro analisi, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dalle valutazioni.

La valutazione è stata effettuata in base alle informazioni disponibili fino ad arrivare ad una base di dati e informazioni esaurienti e che ha permesso di arrivare a delle indicazioni attendibili sui valori di mercato e sui valori di riferimento.

Pur senza effettuare alcun tipo di indagine di mercato, la documentazione è stata analizzata dal sottoscritto con il necessario *professional skepticism* (PIV 1.5.1). E' stata, inoltre, verificata la consistenza reciproca dei dati valutativi.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico è stato avvalso di dati e informazioni forniti dalla società e, in caso di necessità, è stato richiesto all'organo amministrativo aziendale la più completa documentazione contabile, di natura **storica, corrente e prospettica**.

I documenti esaminati riguardanti i flussi di cassa e le ipotesi assunte per la loro costruzione sono stati oggetto di analisi critica che ha permesso al sottoscritto, alla luce dei relativi elementi giustificativi sulla loro complessiva ragionevolezza, credibilità e plausibilità (PIV 1.5.5)⁶.

⁶ I citati PIV sono infatti, se l'esperto si formi un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettive, il risultato di un'indagine di mercato. Il Comitato Italiano di Valutazione ha emanato in data 16.03.2024 il Discussion Paper n.

Ovviamente, l'azienda rimane unica responsabile della veridicità delle informazioni prospettiche, in quanto l'attività svolta dal sottoscritto non è da intendersi come una certificazione del tipo ISAE 3400 (III.1..24).

La società ha/non ha uno strutturato processo di pianificazione che viene discusso e condiviso con gli attori della pianificazione. I piani aziendali sono di natura strategica e operativa e sono adeguato (in alternativa) I piani aziendali sono stati aggiornati negli esercizi X, Y, Z e non sono stati aggiornati e comprendono degli esercizi futuri. Il sottoscritto ha analizzato gli scostamenti insieme alla direzione e ha espresso il proprio giudizio circa la ragionevolezza dei piani.

(eventuale) I piani previsionali redatti dalla società sono stati discussi con i soci e i dirigenti e per le ragioni dettagliatamente indicate nel paragrafo IV.1.3.

Ulteriori informazioni di natura pubblica e di interesse generale sono state raccolte dal sottoscritto, in particolare quelle riguardanti il mercato finanziario, (eventuale) le società confrontate (dati finanziari, bilanci, banche dati, ecc.) verranno man mano citate e descritte nel corso della relazione.

Il sottoscritto ha inoltre effettuato sopralluoghi presso la sede della società e ha effettuato interviste al rappresentante legale della società.

Il sottoscritto dichiara che le informazioni fornite dai management sono disponibili alla data della valutazione, sono ragionevoli e complete e che le stesse sono adeguate e sufficienti ad esprimere un giudizio di ragionevolezza (IV.1.3 e I.1.1).

(eventuale)

Il sottoscritto dichiara che a sua conoscenza non vi sono informazioni ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinario dovere di diligenza (I.4.3).

(eventuale)

Il sottoscritto ha ottenuto dalle società la garanzia di completezza ed accuratezza dei dati e informazioni (queste informazioni sono complete e accurate dell'informazione rilevante), e che questi riflettono la piena conoscenza della Direzione, tutti i fatti economici, tecnici e contabili della società, e che la stessa non è conoscenza di ulteriori passività, anche se non sono stati espressamente menzionati.

(eventuale)

Il sottoscritto ha ottenuto dalla società la garanzia di responsabilità in merito alle ipotesi alla base dei dati e informazioni dalla stessa società e dichiarazione da parte del management di non aver nascosto fatti e circostanze che non siano stati considerati nel piano (PIV III.1..24).

1.4.2 Limitazioni all'uso informazioni prospettiche

1/2024, intitolato "L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda", rinvenibile sul sito www.fondazionegeiv.it con la "finalità di fornire linee guida e principi che possano aiutare l'esperto a valutare un piano industriale o, più in generale, una proiezione di dati finanziari". E' utile ricordare che l'indicato Discussion Paper riporta che "L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse il proprio dovere di diligenza professionale riterrà che l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa per la stima del valore d'azienda (pag. 5)".

Non essendo stato specificamente previsto dal mandato di cui costituisce oggetto, non è stata svolta alcuna attività di *due diligence* né di *audit* sui dati contabili della società (e sui bilanci non sono oggetto di certificazione da parte della società, né eventualmente, inoltre, che la società è (oppure:/non è) dotata di bilanci ai sensi di legge, quali il Contabile e/o Revisore legale).

(eventuale) La base informativa è costituita unicamente da dati di periodo (PIV 1.4.3).

(eventuale) Nonostante richiesto dal sottoscritto, non sono stati forniti i piani previsionali prospettici.

(eventuale) La Direzione aziendale non ha verificato la completezza ed accuratezza dei dati e informazioni sulla stessa fornite dalla Direzione aziendale, in quanto l'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) La Direzione aziendale non ha verificato la completezza ed accuratezza dei dati e informazioni sulla stessa fornite dalla Direzione aziendale, in quanto l'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) In merito alla individuazione delle passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto si è tenuto conto delle informazioni fornite dalla Direzione della società, anche in relazione alle passività accertate o potenziali rispetto a quelle riferite dalla Direzione aziendale, in quanto l'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) Per la valutazione delle passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto si è tenuto conto delle informazioni fornite dalla Direzione della società, anche in relazione alle passività accertate o potenziali rispetto a quelle riferite dalla Direzione aziendale, in quanto l'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) Alla luce dei rischi e delle opportunità per la società, si precisa che le caratteristiche organizzative e di mercato della società, in quanto l'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) Non è stata verificata alcuna informazione aziendale in quanto (PIV 2.1.5).

(eventuale) Non è stata verificata alcuna informazione aziendale in quanto (PIV 2.1.5).

(necessario in caso di) Si ritiene, tuttavia, che le limitazioni delle informazioni non compromettano l'affidabilità e il giudizio valutativo

(eventuale) Si ritiene che la incompletezza della base informativa riguarda informazioni rilevanti, e quindi non si è in grado di esprimere un giudizio di valutazione e un parere valutativo con i seguenti limiti ... (PIV 1.5.4).

1.5 IPOTESI, RICHIEDI, RICHIAMI DI INFORMAZIONI, RICHIAMI DI INFORMAZIONI

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere basati sulle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

Ipotesi

- la valutazione ha tenuto conto dei dati economici e finanziari storici relativi agli esercizi xxxxxxxx, nonché della situazione attuale e dei piani strategici e previsionali predisposti e approvati dalla società;
- (eventuale) i documenti esaminati relativi ai piani di lavoro e di costruzione, sono stati oggetto di analisi critica per verificarne la loro credibilità e plausibilità;
- (eventuale) la Direzione aziendale non ha valutato l'impatto al merito alle ipotesi alla base dei piani previsionali della società;
- (eventuale) la presente valutazione si è basata su dati e informazioni data del..., l'autorizzazione/concessione di cui è oggetto è di natura **speciale**, relativa a **situazione ipotetica, rilevante** e non si è verificata la condizione l'impatto sulla valutazione sarebbe rilevante (e il risultato della valutazione);
- (eventuale) ulteriori condizioni ipotetiche considerate nella valutazione sono; con riferimento alle condizioni di limitative sulla e hanno influito sulla valutazione in misura;
- (eventuale) la valutazione si è basata su ipotesi che se fosse realizzata, l'ipotesi incerta che; tale condizione ha avuto un impatto sulla stima finale e quindi la valutazione si fonda su;
- (eventuale) le stime prospettive sono su ipotesi che in parte devono essere intese condizioni ipotetiche non necessariamente ci si attende che si realizzino, non hanno un forte impatto sul risultato della valutazione;
- (eventuale) le stime prospettive riguardano ipotesi che in parte devono essere intese **ipotesi sensibili** che hanno una certa probabilità di subire variazioni nel tempo, e sulle quali non sono stati valutati l'impatto della valutazione;
- (eventuale) la valutazione si fonda sulla previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto si tiene conto della possibilità di verificarsi di eventi futuri di natura straordinaria, inattesi e prevedibili, di natura esogene ed endogene, successivi alla data di riferimento della valutazione, e di norme normative eventualmente applicabili, variazioni normative, legislative, ecc.

Limitazioni

Indicazioni dei PIV:
 - illustrare e motivare le limitazioni effettuate e i limiti oggettivi del processo valutativo (1.4.3).

- (eventuale) preliminarmente si rimanda alle limitazioni alla base informativa già dettagliatamente indicate al paragrafo 1.4.2;
- i dati e le informazioni fornite appartengono di esclusiva pertinenza e responsabilità di chi li ha forniti;
- (eventuale) come previsto nell'incarico, la circolazione della presente relazione è assoggetta alle seguenti condizioni: ..(PIV 2.2.12 che però non incoraggia tali limitazioni);

- (eventuale) Nello svolgimento dell'incarico le seguenti speciali difficoltà (oppure limiti oggettivi): indisponibilità di certe informazioni.....

Particolarità riscontrate

- (eventuale) in particolare la valutazione non tiene conto che successivamente alla data di riferimento è successo che...;

Richiami di informativa

- (eventuale) Si ricordano le imitazioni alla base informativa, già elencate al paragrafo 1.4.2;
- (eventuale) Si ricorda che la valutazione si basa sulle seguenti **sensitive assumption**:

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento alle informazioni informate e fornite da diverse tipologie di analisi condotte dal sottoscritto:

- ✓ analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- ✓ analisi strategica, con riferimento al quadro di riferimento di settore;
- ✓ analisi dei mercati finanziari, con riferimento ai tassi di interesse, ai rendimenti di portafoglio, tassi *free-risk*, misure storiche di rischio e pericoli di insolvenza;
- ✓ analisi di informazioni patrimoniali, riferite ai bilanci, a specifici assets, ad attività e passività finanziarie;
- ✓ analisi dei Piani Pluriennali formalizzati;
- ✓ (eventuale) analisi di acquirenti potenziali e fornitori;
- ✓ (eventuale) analisi delle società controllate e consociate.

2.1.1 Dati

La base informativa esaminata e analizzata è la seguente: la documentazione è stata fornita dalla società, se non indicata diversamente:

(oppure) A seguito di specifiche richieste del sottoscritto la società ha fornito la seguente documentazione di supporto:

- bilanci depositati comprese le note annuali 2019-2020;
- bilanci di verifica al 31/12/2019, 31/12/2020 e 31/12/2021;
- situazione contabile al 31/12/2021;
- bozza di bilancio al 31/12/2021;
- budget, con scostamenti, relativi al periodo 2022-2023;
- budget relativo al periodo corrente;
- piano industriale 2022-2027 con indicazione se sia stato approvato dal consiglio di amministrazione, ed indicazione delle finalità di redazione;
- studi ed analisi di mercato;
- studi ed analisi di prodotto (o servizio);
- dichiarazioni dei redditi negli ultimi tre anni;
- contratti in essere con i principali clienti e fornitori;
- portafoglio ordini in essere;
- copie dei contratti di leasing in essere e relativi piani di ammortamento;
- copie dei contratti dei mutui in essere e relativi piani di ammortamento;
- copie delle licenze / autorizzazioni.

- copia dei contratti di locazione e affitto;
- statuto della società e delle eventuali controfirmate;
- i Patti parasociali;
- informazioni su contratti, vincoli o fattori che limitano il controllo della società;
- visura camerale con elenco soci della società e dei contratti;
- libro cespiti;
- breve descrizione e dati catastali delle proprietà della società e eventuali controllate;
- perizie di valutazione e/o rivalutazione delle proprietà;
- informazioni circa gli *intangibles*;
- inventario merci al xxx;
- elenco dei crediti inesigibili; stato dei debiti per data di riferimento vero mastri con progressivi;
- stampa dei fornitori per data di riferimento vero mastri;
- informazioni su crediti/debiti in mora e protasse e più;
- evidenza delle principali operazioni in corso in infra;
- visura Centrale rischi;
- affidamenti distinti tra Conto di gestione e Conto di gestione dei tassi applicati ed informazioni circa eventuali affidamenti;
- informazioni sulla presenza di conti correnti e di conti di risparmio;
- fidejussioni e garanzie;
- delibere o corrispondenze (ad esempio di ammortamenti e/o infruttiferi) con piano di ammortamento. Evidenziare gli ammortamenti della società;
- cause in corso o pendenti (risolutive, cautelative, revocatorie fallimentari, altro);
- attestazione del rappresentante della società della conoscenza di ulteriori passività potenziali e/o di altri rischi;
- grado di aderenza alle normative e alla legislazione del lavoro;
- richieste di finanziamento e di mutui;
- piani di ripianco con taluni fornitori, con indicazione di regolarità dei pagamenti;
- Informazioni sui ritardi nel pagamento dei contributi previdenziali ed eventuali previsioni di pagamento;
- Informazioni circa Rate non pagate e di leasing ed eventuali previsioni di pagamento;
- protasse decreti ingiuntivi e piani di ammortamento;
- valore di gestione di quote in periodi recenti;
- perizie di valutazione della società.

Il sottoscritto ha effettuato nr X incontri con il management aziendale, sia per la raccolta delle suddivisioni che per fornarsi un giudizio di ragionevolezza in ordine ai piani strategici e pro...

E' stato, inoltre, effettuato un sopralluogo presso i locali della società per la verifica dei materiali e delle rimanenze di magazzino.

Le informazioni relative all'analisi strategica, al quale è stato dato il contributo e le osservazioni, sono state raccolte dal sottoscritto attraverso la fonte.....

In merito all'analisi dei mercati finanziari, e in particolare per quanto riguarda il calcolo del Beta, i dati di portafoglio, misure storiche e prospettiche dell'EF (Equity Factor) è stata utilizzata la banca dati specializzata "Damodaran"⁷ (oppure.....)

Per la stima dei tassi finanziari di medio-lungo periodo sono stati utilizzati i tassi di riferimento a.....

Per il costo dei capitali a debito sono stati utilizzati i tassi di interesse associati ai mutui aziendali, applicati dai principali istituti di credito, ed in.....

Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici e finanziari sono stati effettuati in base alle valutazioni che fanno riferimento a quelli disponibili alla data di valutazione.

In merito alla individuazione di società e dati comparabili si è fatto riferimento a.....

2.1.2 Ipotesi

Indicazione dei PIV:

- in caso di presenza di scenari alternativi, l'analisi di sensitività è stata svolta e sono state adottate i risultati, sotto il profilo probabilistico, mediano (ovvero gli scenari più probabili e stimati) (III.1.24).

Indicazioni del Discussion Paper n. 1/2017 "l'uso di informazioni finanziarie prospettica nella valutazione d'azienda" (pag. 10):

- nello svolgimento di un incarico di valutazione piena, l'esperto è chiamato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza sulla prospettiva;

- qualsiasi giudizio riferito alla prospettiva finanziaria, però, non dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie: a) assenza di ragionevolezza; b) ragionevolezza limitata; c) assenza di ragionevolezza. In caso di ragionevolezza limitata, gli esperti di che l'esperto può attuare sono: a) approfondimenti e aggiustamenti prospettici; b) aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere il rischio non prospettico; c) affiancamento ai criteri di valutazione fondati su dati storici; d) affiancamento ai criteri di valutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione di informazioni prospettica di un minore peso nella identificazione del risultato di bilancio.

I piani previsionali e di bilancio della società e dell'azienda sono stati predisposti dalla Direzione aziendale e dalla stessa azienda (che però non ha formalizzato un'apposita delibera di approvazione).

Le stime prospettive si formano su ipotesi che il sottoscritto ritiene, nel complesso, ragionevoli e giustificate.

A tale giudizio il sottoscritto è pervenuto dopo aver tenuto conto (PIV III.1.24):

- delle finalità per cui è stato elaborato il piano (ad esempio: rappresentazione dello scenario più probabile, o dello scenario di incentivazione management, accesso al credito, ecc.);
- dell'attribuzione (almeno) di un organo di governo aziendale;

⁷ Banca dati alternativa ad informazioni finanziarie quali "Beta", "ERP" (Equity Risk Premium), ecc., consultabile al sito: <http://www.damodaran.com>

- dell'esperienza dimostrata dall'azienda in ambito di pianificazione, della qualità del relativo processo e dalla capacità storica di raggiungimento dei risultati;
- delle caratteristiche dell'attività e dello scenario di riferimento;
- della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza (il piano esprime solo ipotesi o esiste anche concreto programma di lavoro?);
- della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime prospettive, su cui sono appositamente confrontato anche con il *managemet* e con i principi di buona funzione, ed ha cercato conferme da evidenze esterne;
- della plausibilità dei risultati medio-normali attesi in condizioni di mercato e di uno specifico scenario;
- (eventuale) della esistenza di una base ragionevole delle stime, sia dalle condizioni correnti di società comparabili e da fattori di mercato e esterni, c.c.;
- (eventuale) che sono sviluppate assunzioni per le quali non sono disponibili evidenze (eventuale);
- (eventuale) che le assunzioni concorrono a determinare risultati in contrasto con evidenze contraddittorie;
- (eventuale, in alternativa ai tre precedenti) che i dati contenuti nelle previsioni che delle proiezioni che il redattore si attende, non sono sufficienti a intraprendere, sulla base delle informazioni a sua disposizione;
- (eventuale) Il sottoscritto, inoltre, ha in alternativa formulato un'analisi di sensitività (PIV III.1.24) (eventuale) e ha verificato l'effetto della rettifica dei flussi attesi e/o dalla rettifica del tasso di attualizzazione (eventuale) nel risultato;
- (oppure) Come già rilevato nel paragrafo precedente, il prospetto è stato formulato su ipotesi ed assunzioni che in parte devono essere considerate "ipotetiche" (*hypothetical assumptions*) (oppure: intese **ipotesi sensibili**; c.c.); e, in quanto tali, non hanno **un peso rilevante** sul risultato della valutazione (PIV III.1.24) e 1.8.1.1. Il sottoscritto ha proceduto come se fosse realizzata, l'ipotesi incerta di cui si tratta;
- (eventuale) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai ricavi e ai costi, ed i risultati aziendali effettivi è emersa una buona corrispondenza tra i due dati, e le procedure di valutazione;
- (oppure) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai ricavi e ai costi, ed i risultati aziendali effettivi sono emersi significativi divergenze, attribuibili a fattori di natura ambientale (o alla bassa affidabilità delle procedure di valutazione) (eventuale);
- (eventuale) I piani previsionali della società sono stati elaborati dal sottoscritto, in quanto tali piani erano stati elaborati dalla società stessa. In particolare, sono state apportate le seguenti rettifiche.... (PIV III.1.24)
- (eventuale) Poiché il documento sottoscritto in oggetto è un prospetto redatto dalla società non è pienamente favorevole, e deve essere interpretato con cautela, e tenuto conto che i dati informativi disponibili sono basati su ipotesi e stime, e che il sottoscritto ha tenuto conto del premio per il rischio di un

⁸ L'OIV, nel citato Edizione n. 1/2024, pag. 10, distingue tra previsioni quelle fondate su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle previsioni di società comparabili e da fonti di previsione esterne, mentre sono Proiezioni quelle basate su ipotesi ipotetiche, ossia su ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterne. Nella maggior parte dei casi i piani prospettici esprimono sia previsione che proiezioni così che i due termini sono "misti" e quindi sempre non separabili. In tale caso l'esperto dovrà aggiustare il premio di rischio al fine di riflettere i rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano.

apposito coefficiente alfa; **oppure**: ha ridotto/ampliato l'importanza del piano in quanto) (PIV III.1.24).

(eventuale) I piani previsionali redatti dalla società sono stati elaborati e approvati da parte del sottoscritto, il quale non ha provveduto ad alcun tipo di verifica, preferendo tenere conto del grado del rischio e della determinazione dei flussi di attualizzazione (PIV III.1.2).

(eventuale) Poiché l'azienda è a regime con risultati positivi, stante l'assenza di piani previsionali (o l'assenza di ragionevolezza dei piani) il sottoscritto ha osservato i risultati osservati nel recente passato (esercizi 201X-201Y) e ha utilizzato i dati (PIV III.1.27).

(eventuale) In assenza di piani previsionali elaborati dalla società, tenuto conto della forte continuità e stabilizzazione dei risultati, il sottoscritto ha provveduto direttamente alla determinazione dei flussi di cassa basandosi sulle stime degli elementi informativi disponibili (III.1.2). A tal fine sono state adottate ipotesi ed assunzioni, che trovano giustificazione nella natura delle attività e sono da considerarsi condizioni ipotetiche(PIV III.1.24).

2.1.3 Peso assegnato ai vari elementi informativi

Indicazioni dei PIV:

- una valutazione risulta tanto più affidabile quanto maggiore è l'informazione corrente, storica e prospettica. Indicare le ragioni per cui l'esperto ha preferito un certo affidamento su una di tali tipologie di informazioni;
- giustificare perché l'informazione corrente è più affidabile di quella prospettica o perché la prospettiva è più affidabile di quella corrente a medio-lungo termine (I.5.5);
- se non si usa tutta la base informativa disponibile occorre giustificare la ragione (II.1.5);
- se è ridotta l'informativa in base a ipotesi, occorre giustificare il motivo (I.4.3).

Ai fini della valutazione è stato attribuito maggiore peso all'informazione prospettica, in quanto, a seguito di specifico vaglio effettuato, il sottoscritto ha ritenuto che i piani strategici e previsionali riflettano ipotesi e assunzioni ragionevoli e affidabili.

Alla luce delle politiche aziendali e delle capacità di produzione, i dati storici non sarebbero rappresentativi delle capacità prospettive di produzione.

oppure

Ai fini della valutazione è stata privilegiata l'informazione corrente, in quanto quella storica non è stata adeguata a rappresentare le capacità aziendali di produrre flussi di risultato, e stante l'assenza di piani previsionali.

oppure

Ai fini della valutazione è stato attribuito maggiore peso all'informazione corrente, in quanto, alla luce della bassa affidabilità delle stime previsionali (a causa dell'elevata incertezza), il sottoscritto ha preferito evitare il peso dell'informazione prospettica (**oppure** ha preferito accorciare l'orizzonte di previsione) (PIV III.1.24).

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici ed evoluzione

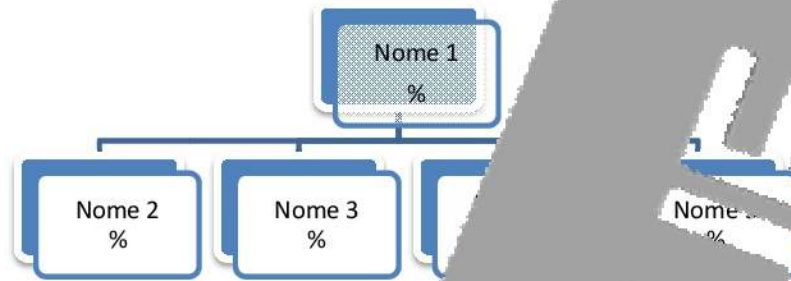
PRESENTAZIONE SOCIETA'	
Ragione sociale:	
Forma giuridica:	
Data costituzione:	
Compagine societaria:	
Governance:	
Date rinnovo cariche:	
Maggioranze assemblee:	
Altre caratteristiche statutarie:	
Società collegate/controllate:	
Sedi:	
<ul style="list-style-type: none"> • Legale • Amministrativa • Operativa • Filiali 	
Codice Ateco:	
Prodotti/servizi:	
Territorio operativo:	
Canali distributivo:	
Segmento Basele	

La XXXX è stata fondata nel XXXX

La sede legale/operativa/pubblica è

Il capitale della società è oggi pari a € 0, suddiviso in nr azioni ordinarie del valore di € X ciascuna, tutte versate, ed è posseduto dalla seguente compagine sociale:





Specificare legami con altre imprese.....

Amministrazione e governance

L'azienda ha il modello di *governance* di Am... composto da cinque membri in carica sino al X, il ... no dai più am... da gestione ordinaria e straordinaria, mentre di Cons... X e Y... on... minati poteri gestionali e di amministrazione.

Amministratori	Membri del Consiglio di Amministrazione	Membri del Comitato di Amministrazione
Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua
Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua
Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua
Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua	Nome e cognome Titolo ufficiale Nome della società Continua

Evidenziare le esperienze e doti professionali del management
 Affrontare l'argomento Passaggio generazionale..

Organo di controllo

La società è dotata/non è dotata del Collegio Sindacale composto da tre membri e due supplenti, in carica fino all'approvazione del bilancio fino all'esercizio di riferimento.
 Allo stesso è affidata/non è affidata la funzione di revisione contabile.

Note contabili e legali

La società è in regime naturale di contabilità ordinaria (eventuale) La società si avvale della trasparenza contabile.
 Specificare se la società è dotata di adeguati sistemi di programmazione e controllo di gestione, se sviluppa regolarmente Budget e se i risultati contabili e finanziari sono effettivamente conseguiti.
 Specificare se esistono procedure operative per la gestione delle crisi.
 La società ha/non ha ottemperato alle norme in materia di "organizzazione del lavoro" atte ad evitare l'automatica estensione alla responsabilità del datore di lavoro del D.Lgs 8.6.01 n.231.
 Segnalare la presenza di clausole di conciliazione stragiudiziale (artt. 380 e 381 del D.Lgs 5/2003) per la risoluzione delle eventuali controversie societarie.
 In merito al diritto di recesso del socio si precisa che il presente atto prevede:

Evoluzione della società

Nel corso degli anni l'attività svolta da ... è cresciuta da ... a ... raggiungendo gli obiettivi ...

Oggi la società opera nel settore ... ed è specializzata in





L'evoluzione della struttura della società, nel biennio, suddiviso per categorie, risulta dalla tabella seguente:

Categorie dipendenti	2022	2023
Dirigenti	0	0
Intermedi	0	0
Impiegati	0	0
Operai	0	0
Totale	0	0

L'organigramma gerarchico della società, diviso per area funzionale, si può invece evincere dal seguente schema:



Elementi distintivi che caratterizzano l'unità di valutazione

.....

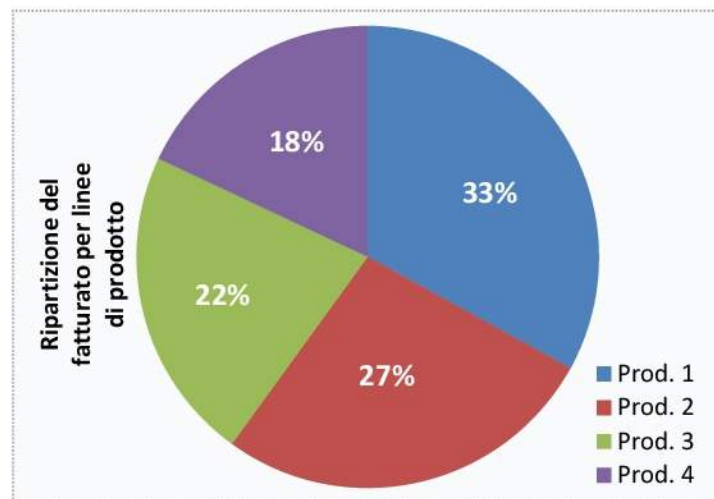
3.1.2 Le aree di business e i prodotti

Le attività aziendali sono gestite nell'ambito di una struttura organizzativa articolata per aree di business:

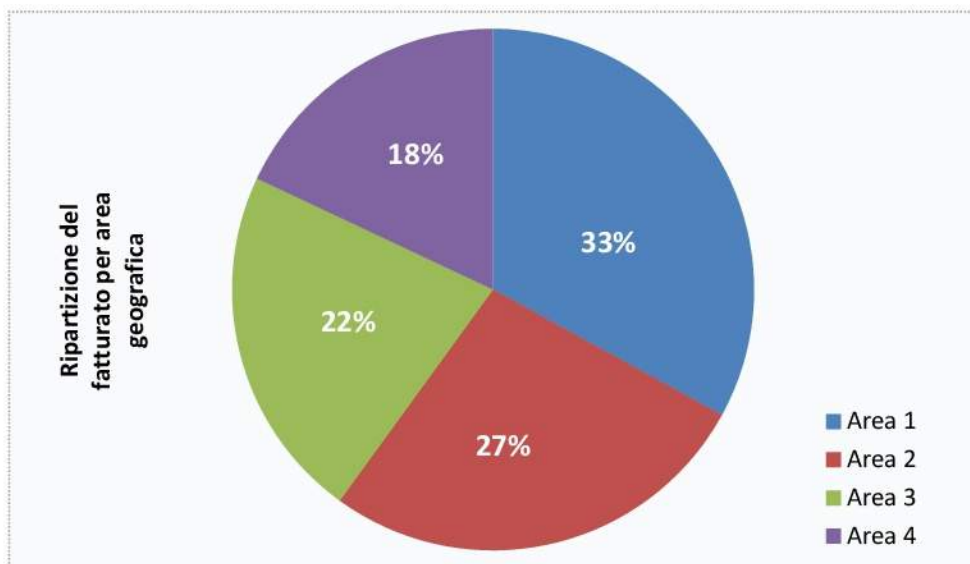
- a)
- b)
- c)

La società, inoltre, commercializza e sviluppa (e concede su licenza) le tecnologie relative ai processi chiave di fabbricazione

La principale *Business Unit* è quella dedicata alla produzione di la cui capacità di produzione annua è di (tonnellate, litri, metri...). Circa il xx% del prodotto viene trasformato all'interno dell'azienda stessa, il xx% della produzione viene invece esternalizzata sulla base di contratti di outsourcing.



Andamento atteso dei prezzi



3.1.3 Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento

La strategia su cui l'azienda ha puntato e sta puntando è.....,

Capacità d'innovazione: evidenziare investimenti sul prodotto e sul processo di ogni singola area di business, qualità, innovazione, gamma, promozione, prezzo..

Evidenziare gli investimenti in Ricerca & Sviluppo, le innovazioni nella qualità o nella gamma dei prodotti/servizi, le innovazioni di processo di ogni singola area di business, ecc.

Qualità del marketing e del settore commerciale. Qualità della funzione acquisti e produzione.

Oggi il punto di forza della società è rappresentato da tecnologia e qualità del prodotto, prezzo, comunicazione-packaging (pubblicità, fiere, cataloghi, promozioni), canali distributivi, sia in Italia che all'estero, aspetti logistici e organizzativi.

Regolamentazione del settore. Il rischio di concorrenti entranti è basso per via di....

Il potere negoziale con i Fornitori è medio, e si segue la filosofia della fidelizzazione e comaker-ship....

Il potere negoziale con i clienti è media e si segue la filosofia della fidelizzazione. Il frazionamento della clientela è media.

Il rischio di prodotti sostitutivi è basso per via di.....

Il livello di attenzione nei confronti delle tematiche ambientali nei processi produttivi utilizzazione di tecnologie idonee a ridurre gli impatti sull'ambiente ed il consumo di risorse naturali.

Negli ultimi anni il settore...

La tendenza della domanda, il trend della domanda...
Prodotti maturi e prodotti innovativi.

In sintesi la società si presenta oggi sul mercato con...

Swot

<p>Punti di Forza</p> <ul style="list-style-type: none"> • Trasporto a costi marginali; • Capillarità del network; • B.E. elevato: network non rende; • Consapevolezza di un nuovo... • Legame storico con il punto... 	<p>Punti di Debolezza</p> <ul style="list-style-type: none"> • Complessità del... • Dipendenza da... • Difficoltà tras... • Dal... • Mancanza di... • Dipendenza... • Seg...
<p>Opportunità</p> <ul style="list-style-type: none"> • Legge Bersani e liber... • First mover nella... • Alto potenziale d... • Allargamento d... 	<p>Rischi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Possibilità di... • Pot...

Dall'analisi dei bilanci storico-previsionali effettuati nel grafico 3.5, emerge l'evoluzione dei **driver di valore** ed in particolare...



3.2 IL SETTORE, IL MERCATO E LE SUE VARIABILI

L'analisi del settore non può prescindere da un prelievo di dati, globale e circoscritto, dal **contesto economico e macroeconomico**. In particolare:

Grado di maturità del settore. Il **settore** di riferimento è costituito da altre società, prevalentemente rappresentato da YYYY⁹.

Dall'analisi del **mercato** di riferimento emerge che:

- dimensione della domanda globale e del mercato di riferimento;
- loro andamento storico;
- eventuali previsioni disponibili;
- congiuntura e prospettive di sviluppo;
- caratteristiche dei consumatori e bisogni;
- loro comportamenti d'acquisto, sensibilità, processi di comunicazione/promozione/pubblicità/spot/segmenti;
- linee di evoluzione dei loro gusti (prezzi, qualità, servizi);
- punti di vendita dei prodotti/servizi;
- caratteristiche degli intermediari;
- costi di distribuzione.

Dal lato dell'offerta:

- dimensione globale;
- tipo e grado di concorrenza;
- barriere d'entrata;
- prodotti succedanei.

Analisi della concorrenza:

- principali concorrenti;
- distribuzione dei prodotti (per segmenti, canali di qualità/prezzi);
- ripartizione del mercato (mercato interno e internazionale) e tendenze evolutive;
- politiche dei concorrenti (strategie, produzione, distribuzione, reti di vendita, logistica, e-commerce);
- processi di innovazione in atto o in fase di sviluppo.

Rispetto alle **società confrontabili** la società CXXXX Contraddistingue:

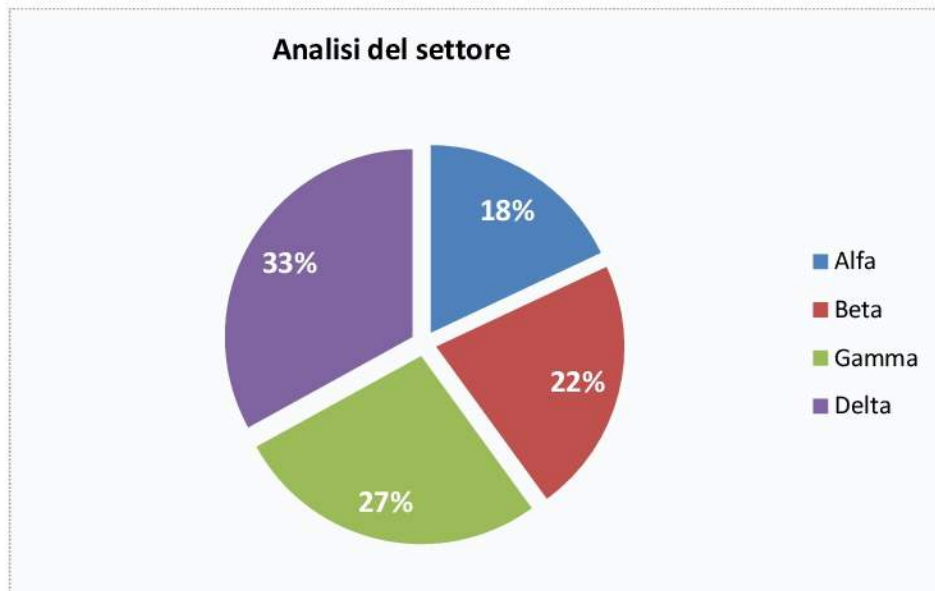
- a livello strategico
- a livello operativo

⁹ Citare fonti



Margini di settore:

- evoluzione dei prezzi di vendita e dei costi di fabbricazione (margine lordo);
- ciclicità del settore e prospettive di sviluppo; congiuntura economica, accadimenti economici, politici, sociali e giuridici influenti sull'andamento futuro del mercato;
- posizionamento nel ciclo di vita (espansione, maturità, decadenza).



Nel periodo XXXX la domanda di xxx ha registrato un incremento del%¹⁰ e le prospettive per i prossimi anni sono

La performance positiva è dovuta soprattutto a

In prospettiva, **l'evoluzione** che ci si attende è.....

Fattori critici di successo nel settore in cui opera l'azienda sono (localizzazione, delocalizzazione produttiva, relazione con i clienti, prezzo, qualità, gamma, packaging, distribuzione, comunicazione, servizio, post-vendita, assortimento, differenziazione, potere contrattuale, costi di produzione, economie di scala, innovazione, flessibilità, logistica, innovazione tecnologica, risorse finanziarie, sinergie di gruppo, ecc..).

I principali **fattori di rischio** sono costituiti da Il loro presumibile **effetto** sarà quello di ... (riduzione margini, calo fatturato, rischio obsolescenza del prodotto, ecc.)

¹⁰ Citare fonte

3.3 I BILANCI STORICI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione dei bilanci relativi agli esercizi 2020/2022. L'analisi di tali bilanci

C.E.	ANNI	Conto economico			
		2021	2022	%	%
		€	€	%	%
Ricavi operativi netti		0	0	0%	0%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0	0,00%	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0	0	0,00%	0,00%
Lavori in Economia		0	0	0,00%	0,00%
Valore della Produzione		0	0	0%	0%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0	0,00%	0,00%
Acquisti Merci/Mat. Prime		0	0	0,00%	0,00%
Costi vari per Servizi		0	0	0,00%	0,00%
Lavorazioni Esterne		0	0	0,00%	0,00%
Valore Aggiunto		0	0	0%	0%
Costo lavoro		0	0	0,00%	0,00%
M.O.L.		0	0	0%	0%
Ammortamenti materiali		0	0	0,00%	0,00%
Ammortamenti immateriali		0	0	0,00%	0,00%
Accantonamenti		0	0	0,00%	0,00%
Risultato Operativo		0	0	0%	0%
Oneri Finanziari		0	0	0,00%	0,00%
Proventi Finanziari		0	0	0,00%	0,00%
Gestione Straordinaria		0	0	0,00%	0,00%
Gestione non operativa		0	0	0,00%	0,00%
Imposte		0	0	0,00%	0,00%
Risultato Netto		0	0	0%	0%

Stato Patrimoniale a Liquidità ed Esigibilità

S.P.	Anni	2021		2022		2023	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Clienti e Crediti diversi		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risconti attivi		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Magazzino		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attivo Corrente		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Materiali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Immateriali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attivo Fisso		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CAPITALE INVESTITO		0	0%	0	0%	0	0%
Debiti finanz. a breve		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fornitori e Debiti div.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Passivo Corrente		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri debiti a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Passivo Consolidato		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Mezzi Propri		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
TOTALE FONTI		0	0%	0	0%	0	0%

Rendiconto Finanziario

Positivi=Fonti (Negativi)=Impieghi	2022	2023
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE		
M.O.L. (EBITDA)		
(+) Saldo Gestione Finanziaria	0	0
(-) Imposte d'Esercizio		0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Character.		0
(+) Accantonamento T.f.r.		0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		0
= CASH FLOW POTENZIALE		0
Crediti Commerciali		0
Magazzino Netto		0
Altri Crediti Operativi		0
= Variazione Attivo Circolante		0
Debiti Commerciali		0
Altri Debiti Operativi		0
= Variazione Passivo Circolante	0	0
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVA	0	0
Immobilizzazioni Materiali	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0
Disinvestimenti	0	0
= CASH FLOW ATTIVITA' OPERATIVE	0	0
Rimborso Finanziamenti a Breve	0	0
Erogazione dividendi	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	0	0
Accensione Mutui a Breve (M/L)	0	0
Variazione Conto di Esercizio	0	0
= SALDO FINANZIARIO A BREVE ESERCIZIO	0	0
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	0	0

RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2023	2023
A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa		
Utile (perdita) dell'esercizio	505.358	65.524
Imposte sul reddito	533.545	222.799
Interessi passivi/(interessi attivi)	1.162.165	-214.380
(Dividendi attivi)	0	0
(Plusval.)/Minusv.derivanti da cessione di attività	-6.981	0
1. Utile(perd.) es. ante imposte,inter.,div.,plus/minus	2.194.086	73.943
<i>Rettif.per elementi non monet.senza controp. nel C.C.N.</i>		
Accantonamenti ai fondi	248.162	980.584
Ammortamenti delle immobilizzazioni	898.933	1.041.849
Svalutazioni per perdite durevoli di valore	0	0
Rettifiche di Attività e Pass. fin. di strum. Fin. Derivati	0	0
Altre rettifiche per elementi non monetari	0	0
<i>Totale rettifiche elementi non monetari</i>	<i>1.147.095</i>	<i>2.022.433</i>
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	3.341.182	2.096.376
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>		
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	1.730.335	-93.901
Decremento/(Incremento) dei crediti vs clienti	4.422.176	1.670.641
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori	-2.592.241	-1.100.952
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi	117.656	-201.406
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	-1.051	-16.275
Altre variazioni del capitale circolare netto	-73.877	-75.564
<i>Totale variazioni capitale circolante netto</i>	<i>3.602.998</i>	<i>182.541</i>
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	6.944.180	2.278.918
<i>Altre rettifiche</i>		
Interessi incassati/(pagati)	-1.162.165	214.380
(Imposte sul reddito pagate)	-533.545	-222.799
Dividendi incassati	0	0
(Utilizzo fondi)	-137.343	-702.058
<i>Totale altre rettifiche</i>	<i>-1.833.053</i>	<i>-710.477</i>
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	5.111.127	1.568.440
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività investimento		
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		

(Investimenti)	-644.653	-141.941
Disinvestimenti	-5.376	-591.693
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
(Investimenti)	-108.609	-281.254
Disinvestimenti	0	0
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
(Investimenti)	-1.850.687	-120.077
Disinvestimenti	0	402.420
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>		
Investimenti	0	0
Disinvestimenti	0	0
(Acquisiz. di rami d'azienda al netto disponib. liquide)	0	0
Cessione di rami d'azienda al netto disponib. liquide	0	0
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	-2.609.327	-732.547
C. Flussi finanziari derivanti da attività finanziamento		
<i>Mezzi di terzi</i>		
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche	-2.296.532	-3.971.482
Accensione finanziamenti	0	3.365.758
(Rimborso finanziamenti)	-677.825	0
<i>Mezzi propri</i>		
Aumento di capitale a pagamento	1.081.731	-152.646
(Rimborso di capitale)	0	0
Cessione (acquisto) azioni proprie	0	0
(Dividendi e acconti su dividendi pagati)	-553.325	-102.000
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	-2.445.951	-860.369
Increment. (decrem.) delle disponibilità liquide (A±B±C)	55.848	-24.476
Disponibilità liquide a inizio esercizio	13.283	69.131
di cui:		
depositi bancari e postali	5.403	58.175
Assegni	0	0
denaro e valori in cassa	7.880	10.956
Disponibilità liquide a fine esercizio	69.131	44.655
di cui:		

depositi bancari e postali	75	27.974
Assegni		0
denaro e valori in cassa		680

3.4 I PIANI PREVISIONALI E LE RENDITE PREVISIONALI

I bilanci previsionali sono stati sviluppati sulla base delle previsioni aziendali classificate in base ai seguenti ipotesi:

FATTURATI

I fatturati sono stati calcolati sulla base delle seguenti ipotesi:

I piani finanziari sono stati elaborati sulla base delle seguenti ipotesi di dilazione dei pagamenti da parte dei clienti pari a ..

Anni	Storico	2027	2028
	2023	€	€
Categorie	€	Var./Mix	Var./Mix
Altri Prodotti	14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0%
Altri Prodotti	14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0%
Altri Prodotti	14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0%
Altri Servizi	14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Servizi	0%	0%	0%
	0	0	0
	0,00%	0,00%	0,00%



COSTI COMMERCIALI

Il budget complessivo assegnato al settore commerciale è stato di circa € , suddiviso tra:

Principali Spese e Costi Commerciali

Anni	Storico 2023	2024	2025	Previsionali 2026	2027	2028
Provvigioni	0	0	0	0	0	0
Royalties Commerc.	0	0	0	0	0	0
Pubblicità e Spons.	0	0	0	0	0	0
Mostre, Fiere e Conv.	0	0	0	0	0	0
Trasporti Italia	0	0	0	0	0	0
Altri	0	0	0	0	0	0

I Resi e le perdite su crediti

I trasporti su vendite

Le provvigioni...

MARGINI DI RICARICO E ACQUISTI

Sono stati applicati i seguenti margini di ricarico...

A livello finanziario è stata considerata una dilazione media di pagamento ai fornitori di circa...

RIMANENZE DI MAGAZZINO

E' stato ipotizzato che....

SPESE GENERALI DI PRODUZIONE

Qui di seguito vengono evidenziate le principali spese generali di produzione previste:

Principali Spese e Costi di produzione

Categorie	Anni	Storico 2023	2024	2025	Previsionali 2026	2027	2028
Lavorazioni Esterne		0	0	0	0	0	0
Manutenzioni Tecniche		0	0	0	0	0	0
Leasing		0	0	0	0	0	0
Royalties su Brevetti		0	0	0	0	0	0
Locazioni, Affitti e Noli		0	0	0	0	0	0
Altro		0	0	0	0	0	0

RICERCA & SVILUPPO

Qui di seguito vengono evidenziate le principali spese e costi di ricerca e sviluppo

Categorie	Anni	Principali Spese e Costi di Ricerca e Sviluppo		
		Storico 2023	2024	2028
Altro		0		0
Altro		0	0	0
Altro		0	0	0
Altro		0	0	0
Altro		0	0	0
Altro		0	0	0

PERSONALE

E' stato ipotizzato un organico di dipendenti di....

	Anni	Risorse		
		2026	2027	2028
Dirigenti		0	0	0
Intermedi		0	0	0
Impiegati		0	0	0
Operai		0	0	0
Totale		0	0	0

Indicare la previsione quantitativa e qualitativa del personale dipendente

Piano degli Investimenti

	% Amm.to	2024	2025	2026
TERRENI	0	0	0	0
IMMOBILI OPERATIVI	0	0	0	0
IMPIANTI	0	0	0	0
MACCHINARI	0	0	0	0
ATTREZZATURE	0	0	0	0
ARREDI E MOBILI	0	0	0	0
MACCHINE ELETTRON.	0	0	0	0
MEZZI TRASPORTO	0	0	0	0
BENI NON OPERATIVI	0	0	0	0
BREV.,MARCHI,SOFTW.	0	0	0	0
AVVIAMENTO	0	0	0	0
COSTI DI SVILUPPO	0	0	0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0	0	0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0	0	0	0
PARTECIPAZIONI	-	0	0	0
Totale				0

Illustrare tempificazione degli investimenti e dei pagamenti.

FISCALITA'

Nella costruzione dei piani è stata considerata l'anticipazione delle vendite del % sugli acquisti.

Sui risultati d'esercizio sono previste le tasse e le imposte ordinaria.

FONDI DI FINANZIAMENTO

Descrivere le fonti di finanziamento e se si inter...



Affidamenti c

Tipologia	Anni	2024		2025		Tasso	€/'	€/'
		Tasso	€/000	Tasso	€/000			
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Totale		0	0	0	0	0	0	0

Mezz lung

Tipologia	Anni	2024		2027		2028	
		Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000
Banca		0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0
Totale		0	0	0	0	0	0

I PIANI PREVISI

Nelle tabelle sottostanti viene proposta l'analisi economica, patrimoniale e finanziaria dei Piani previsionali relativi agli esercizi 2024-2027 e 2028, ipotizzati assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel **paragrafo**



Conto economico

	Anni	Previsionali				
	Storico 2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi operativi netti	0	0	0	0	0	0
Var. Rim. Prodotti e Semil.	0	0	0	0	0	0
Acquisti Prodotto finito	0	0	0	0	0	0
Lavori in Economia	0	0	0	0	0	0
Valore della Produzione	0	0	0	0	0	0
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	0	0	0	0	0	0
Acquisti Merci/Mat. Prime	0	0	0	0	0	0
Costi vari per Servizi	0	0	0	0	0	0
Lavorazioni Esterne	0	0	0	0	0	0
Valore Aggiunto	0	0	0	0	0	0
Costo lavoro	0	0	0	0	0	0
M.O.L.	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti materiali	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti immateriali	0	0	0	0	0	0
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0
Risultato Operativo	0	0	0	0	0	0
Oneri Finanziari	0	0	0	0	0	0
Proventi Finanziari	0	0	0	0	0	0
Gestione Straordinaria	0	0	0	0	0	0
Gestione non operativa	0	0	0	0	0	0
Imposte	0	0	0	0	0	0
Risultato Netto	0	0	0	0	0	0

Stato Patrimoniale

Anni	Storico 2023	2024	2025	Previsionali 2026	2027	2028
Liquidità Finanziarie	0	0	0	0	0	0
Clienti e Crediti diversi	0	0	0	0	0	0
Risconti attivi	0	0	0	0	0	0
Magazzino	0	0	0	0	0	0
ATTIVO CORRENTE	0	0	0	0	0	0
Immobil. Materiali	0	0	0	0	0	0
Fondi Ammortamento	0	0	0	0	0	0
Immobil. Immateriali	0	0	0	0	0	0
Immobil. Finanziarie	0	0	0	0	0	0
ATTIVO FISSO	0	0	0	0	0	0
CAPITALE INVESTITO	0	0	0	0	0	0
Debiti finanz. a breve	0	0	0	0	0	0
Fornitori e Debiti div.	0	0	0	0	0	0
PASSIVO CORRENTE	0	0	0	0	0	0
Debiti Finanziari a ML	0	0	0	0	0	0
Altri debiti a ML	0	0	0	0	0	0
PASSIVO CONSOLIDATO	0	0	0	0	0	0
MEZZI PROPRI	0	0	0	0	0	0
TOTALE FONTI	0	0	0	0	0	0

RENDICONTO

Positivi=Fonti (Negativi)= Impieghi	2026	2027	2028
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE			0
M.O.L. (EBITDA)	0	0	0
(+) Saldo Gestione Finanziaria			0
(-) Imposte d'Esercizio			0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.	0	0	0
(+) Accantonamento T.f.r.			0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE			0 0
Crediti Commerciali	0	0	0
Magazzino Netto	0	0	0
Altri Crediti Operativi	0	0	0
= Variazione Attivo Operativo	0	0	0
Debiti Commerciali	0	0	0
Altri Debiti Operativi	0	0	0
= Variazione Passivo Operativo	0	0	0
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	0	0	0
Immobilizzazioni Materiali	0	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVITÀ OPERATIVE	0	0	0 0
FREE CASH FLOW	0	0	0 0
Rimborso Finanziario (Debiti a M/L)	0	0	0
Erogazione di prestiti (Mutui)	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	0	0	0 0
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	0	0	0
Variazioni Capitale e Riserve	0	0	0
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO	0	0	0 0
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	0	0	0 0



RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2021	2022	2023	2024	2025	2026
A. Flussi finanziari dell'attività operativa						
Utile (perdita) dell'esercizio	65.524	285.397	514.016	1.609.438	2.472.136	2.755.652
Imposte sul reddito	222.799	462.357	325.820	831.903	1.201.400	1.309.929
Interessi passivi/(interessi attivi)	-214.380	316.884	471.805	745.364	840.080	930.711
(Dividendi attivi)	0	0	0	0	0	0
(Plusval.)/Minusv.derivanti da cessione di attività	0	0	0	0	0	0
1. Utile(perd.) es. ante imposte,inter.,div.,plus/minus						
<i>Rettif.per elementi non monet.senza controp. nel C.C.N.</i>						
Accantonamenti ai fondi						
Ammortamenti delle immobilizzazioni						
Svalutazioni per perdite durevoli di valore						
Rettifiche di Attività e Pass. fin. di strum. Fin. Derivati						
Altre rettifiche per elementi non monetari						
<i>Totale rettifiche elementi non monetari</i>						
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn						
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>						
Decremento/(Incremento) delle rimanenze						
Decremento/(Incremento) dei crediti vs clienti						
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori						
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi						
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi						
Altre variazioni del capitale circolare netto						
<i>Totale variazioni capitale circolante netto</i>						
3. Flusso finanziario dopo le variazioni						

del ccn				
<i>Altre rettifiche</i>				
Interessi incassati/(pagati)				
(Imposte sul reddito pagate)				
Dividendi incassati				
(Utilizzo fondi)				
<i>Totale altre rettifiche</i>				
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)				
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività investimento				
<i>Immobilizzazioni materiali</i>				
(Investimenti)				
Disinvestimenti				
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>				
(Investimenti)				
Disinvestimenti				
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>				
(Investimenti)				
Disinvestimenti				
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>				
Investimenti				
Disinvestimenti				
<i>(Acquisiz. di rami d'azienda al netto disponib. liquide)</i>				
<i>Cessione di rami d'azienda al netto disponib. Liquide</i>				
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)				
C. Flussi finanziari derivanti da attività finanziamento				
<i>Mezzi di terzi</i>				
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche				
Accensione finanziamenti				
(Rimborso finanziamenti)				
<i>Mezzi propri</i>				
Aumento di capitale a pagamento				
(Rimborso di capitale)				
Cessione (acquisto) azioni proprie				

(Dividendi e acconti su dividendi pagati)						
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)						
Increment. (decrem.) delle disponibilità liquide (A±B±C)						
Disponibilità liquide a inizio esercizio						
di cui:						
depositi bancari e postali						
assegni						
denaro e valori in cassa						
Disponibilità liquide a fine esercizio	44.655	-0	-399.998	-200.000	-1	-3
di cui:						
depositi bancari e postali	27.974	0	0	0	0	0
assegni	0	0	0	0	0	0
denaro e valori in cassa	16.680	0	0	0	0	0

3.5 L'ANALISI DEI BILANCI

ANALISI ECONOMICA

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indicatori economici e finanziari.

Indicatori di redditività e gestione				Trend	Media Settore
INDICI	ANNI				
Reddito Operativo		€0		—	€0
ROI (return on investment)		0,00%		—	0,00%
Reddito Operat./Capit. Investito		0,00%			
ROS (return on sales)		0,00%	0,00%	—	0,00%
Reddito Operat./Valore prodotto		0,00%	0,00%		
Turnover Capitale Investito		0,00	0,00	▽	0,00
Valore produz./Capitale investito		0,00	0,00		
ROD (return on debts)		0,00%	0,00%	▽	0,00%
Oneri Finanz./Capitale investito		0,00%	0,00%		
Incidenza Consumi		0,00%	0,00%	▽	0,00%
Costo materie prime/Valore prodotto		0,00%	0,00%		
Incid. Costo lavoro		0,00%	0,00%	△	0,00%
Costo lavoro/Valore prodotto		0,00%	0,00%		
Incid. Costo lavoro		0,00%	0,00%	△	0,00%
Costo lavoro/Valore aggiunto		0,00%	0,00%		
Fatturato per cessione		€0	€0	△	€0
Valore aggiunto/Valore prodotto		€0	€0		
Valore Aggiunto		€0	€0	△	0,00%
Valore aggiunto/Valore prodotto		€0	€0		

Indicatori di redditività

	Storico 2023	2024	2025	Previsionali			Trend
	2026	2027	2028				
Reddito Netto	0	0	0	0	0	0	▲
Saggio Redditività netta Reddito N./Fatturato N.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	—
ROE Reddito Netto/Mezzi Propri	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	▼
Reddito Operativo	0	0	0	0	0	0	▲
ROI Reddito Operat./Capit. Invest.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	—
ROS Reddito Operat./Valore Prod.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	▼
Turnover Capitale Investito Fatturato/Capitale Investito	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	▲
ROD (return on debts) Oneri Finanz./Capitale Terzi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	—
Incidenza Consumi su Fatturato	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	▼
Incid. Costo lavoro/Fatturato	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	▼
Incid. Costo lavoro/Valore Agg.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	▲
Fatturato per addetto	0	0	0	0	0	0	▲
Valore Aggiunto per addetto	0	0	0	0	0	0	▲

Dall'analisi degli indici emerge....

In particolare, dalla scomposizione del ROE nelle sue principali componenti, si rileva che.....

R.O.E.	ROS RO Fatturato	TURNOVER Fatturato Cap. Inv.	LEVERAGE Cap. Inv Cap.Netto	GEST. STR. - FIN. Ris. Lordo RO	GEST. FISC. RN Ris. Lordo
2021 = 0,00%	0,00%	0,00	0	0,00	0,00
2022 = 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00
2023 = 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00

- Altro

P.F.N. a medio-lungo

Posizione Finanz. Netta

*Incluse quote correnti di quelle a ML

**Al netto delle quote correnti

	Posizione Finanziaria			
Euro	2023	2022	2021	2020
+Cassa				
+Banche attive				
+Investim. Fin. a breve*				
- Banche passive breve*				
-Altri finanz. a breve				
-Altro				
P.F.N. a breve				
+ Crediti finanziari > 12**				
- Debiti finanz. > 12 m.**				
- Debito residuo Leasing				
- F.do T.f.r.				
- Debiti operativi scaduti				
- Altro				
P.F.N. a Medio-Lungo				
Posizione Finanz. Netta				
*Incluse quote correnti di quelle a ML				
**Al netto delle quote correnti				

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.



INDICI	Indici patrimoniali		2023	2022	Media Settore
	ANNI	2023			
I. Complessivo copert. Immobil.					0,00
Fonti permanti/Attivo Immobilizz.					
I. Autocopertura Immobilizzaz.					0,00
Mezzi propri/Attivo Immobilizzato					
Debt Equity ratio					0,00
Capitale di terzi/Mezzi propri					
Rapporto Indebitam. Oneroso*					0,00
Ind.Finanz.N.Compl./Mezzi propri					
P.F.N./Mezzi Propri**					0,00
Current ratio					0,00
Attivo Circol./Passivo Circol.					
Quick ratio					0,00
(Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Passivo Circol.					
Indice di Altman					0,00
Durata media dei crediti					0
Giacenza media dei crediti (gg)					0
Durata media dei debiti					0
Cash flow					€ 0
Indebitam. Finanziario compl.*					€ 0
Posizione Finanziaria**					€ 0
Cash Flow/ Fatturato					€ 0
P.F.N./Fatturato					0,00
P.F.N./MO					0,00

*L'Indebitam. Finanziario netto completo è la somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

**La composizione della P.F.N. è esplicita nei bilanci precedenti.

Analisi del Cash Flow

	2022	2023
--	------	------



Risultato d'esercizio	
- Lavori economia	
+/-Svalutaz./Rivalutaz.	0
-Imposte anticipate	0
+Svalutaz.cred.e mag.	0
+ Amm.ti e sval. Immob.	0
+ Acc.to F.di Rischi netti	0
+/-Altro	0
Cash Flow	0

Indici patrimoniali e finanziari

INDICI	ANNI		Previsionali				Trend
	Storico		2025	2026	2027	2028	
I. Compl. copert. Immob. Fonti perm.ti/Att. Immob.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	^
I. Autocopertura Immobil. Mezzi propri/Attivo Imm.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Debt Equity ratio Cap. di terzi/Mezzi propri	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	✓
Rapporto Indebit. Oner.* Ind.Fin.N.Compl./Mezzi pr.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	^
P.F.N./Mezzi Propri**							-
Current ratio Attivo Circ./Passivo Circol.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	✓
Quick ratio (Liq.Im.+Liq.Diff.)/Pass.Circ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	^

Indice di Altman	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	—
Durata crediti v/cl.	0	0	0	0	0	0	0	∨
Giac. media magg. (gg)	0	0	0	0	0	0	0	∨
Durata debiti v/fornitori	0	0	0	0	0	0	0	∧
Cash flow	0	0	0	0	0	0	0	∧
Ind. Finanz. Netto Compl.*	0	0	0	0	0	0	0	∧
Posizione Finanz. Netta**								∧
Cash Flow / P.F.N.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	—
P.F.N./Fatturato N.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	∧
P.F.N./MOL								—

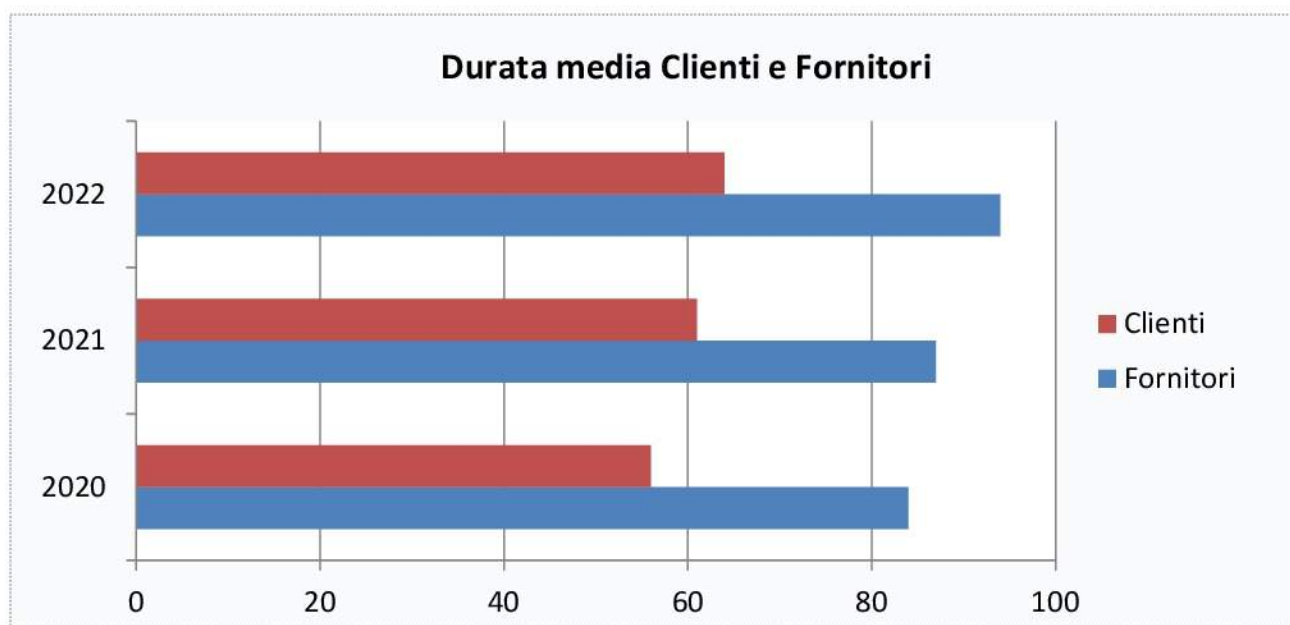
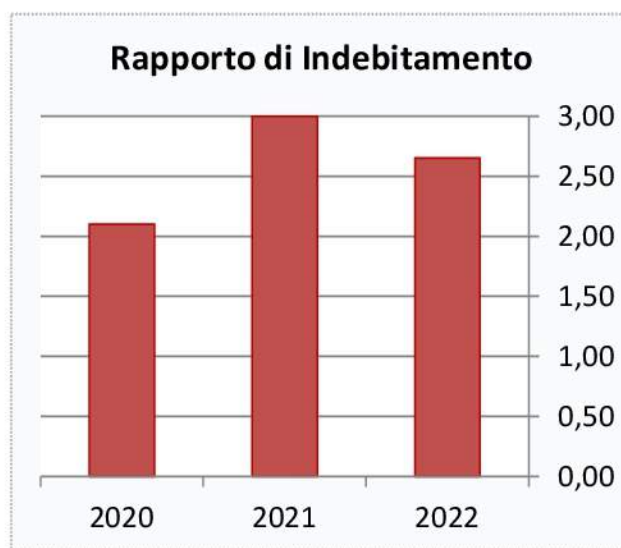
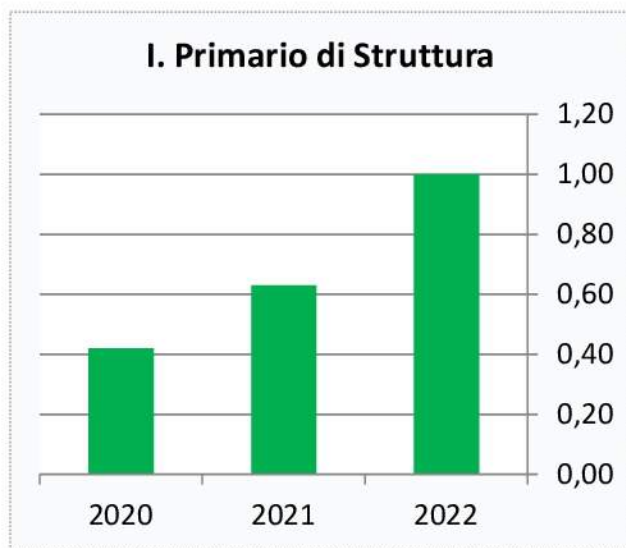
*L' "Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

**La composizione della PFN è esplicitata nelle tabelle precedenti.

Analisi del Cash Flow

Euro	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risultato d'esercizio	0	0	0	0	0	0
- Lavori economia	0	0	0	0	0	0
+/-Svalutaz./Rivalutaz.	0	0	0	0	0	0
-Imposte anticipate	0	0	0	0	0	0
+Svalutaz.cred.e mag.	0	0	0	0	0	0
+ Amm.ti e sval. Immob.	0	0	0	0	0	0
+ Acc.to F.di Rischi netti	0	0	0	0	0	0
+/-Altro	0	0	0	0	0	0
Cash Flow	0	0	0	0	0	0

Dall'analisi degli indici emerge....



Nelle tabelle successive vengono dettagliatamente descritti i finanziamenti a breve e a M/L termine.

INDEBITAMENTO FINANZIARIO A BREVE		2022	2023
Scoperto c/c	€	€	€
Anticipi SBF	€	€	€
Anticipi Import	€	€	€
Altri Finanziamenti Passivi	€	€	€
TOTALE		€	€

INDEBITAMENTO FINANZIARIO A MEDIO LUNGO		2022	2023
Mutuo 1	€	€	€
Mutuo 2	€	€	€
Mutuo 3	€	€	€
Mutuo 4	€	€	€
TOTALE	€	€	€

3.6 ESAME DEI RISCHI

L'indagine in argomento è stata dettagliatamente descritta nel paragrafo 4.1.4.

3.7 L'ANALISI DEI RISCHI

L'indagine svolta principalmente a società per attività e tipologia di rischio, è stata dettagliatamente illustrata nel paragrafo 4.1.5 di applicazione del metodo dei multipli.



4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIÙ

4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale proprio può avvenire attraverso metodiche tra loro alternative oppure complementari. In genere esistono tre metodiche (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere di acquisto o di rimpiazzo (l'ordine di valutazione) con una di utilità equivalente (l'ordine di valore) verso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando applicabile) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico e funzionale) dell'azienda (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni aziendali tenendo attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta l'azienda in base ai flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è determinato dai flussi finanziari generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della distribuzione del rischio e del grado di incertezza sulla loro manifestazione (PIV 1.16.2). Aggiungendo, in caso di natura patrimoniale, una componente immatrimoniale (ad esempio, in eccesso rispetto alla normale remunerazione del capitale proprio (PIV III.1.11)). Tale metodica viene applicata alle valutazioni aziendali attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla valutazione comparativa delle aziende quali esistono indicazioni significative di prezzi di mercato (PIV 5.1.2). I mercati di mercato e i dati che non includano valori o informazioni significativi (e che non siano metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio di mercato**).

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.1):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla valutazione dell'azienda in base al patrimonio. Il valore dell'azienda viene determinato in base al valore del patrimonio netto. Il valore del patrimonio netto è il risultato della differenza tra i valori correnti delle singole attività e passività (PIV III.1.1). Il "metodo patrimoniale complesso" vengono applicati anche alle valutazioni di aziende immateriali, orientando a valutazione alle correnti attività che si riproducono nel modo di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni basate sulla valutazione di flussi di reddito distribuibile di lunga durata (PIV III.3.1). Le valutazioni reddituali sono in corso di sviluppo nelle situazioni di crisi (PIV III.3.2);
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche che sintetizzano il "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra il criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto il valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo costo patrimoniale reddituale (UEC)** e

L'E.V.A. Si applica un metodo misto quando si combinano i procedimenti di tipo redditualistico con quello patrimonialistico, cioè si applica la prima impostazione concettuale con la maggior correttezza verificabilità delle informazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad un maggior riconoscimento univoco che riflette la definizione stessa di avviamento, sistema di valore di attività immateriali – possedute in maggiori o in minore misura – generano un reddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese.

- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sulla generazione del flusso di cassa, quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* e di un bilancio finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni di rischio e di attività generative che generano risultati variabili nel tempo, con un alto rischio di svalutazione del capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodologia di tipo comparativo, applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali, attraverso premi e sconti, per condurre alla unità di valutazione oggetto di stima, o di ricavare, su base comparativa, ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.1.5.3). La scelta del campione di riferimento e della confrontabilità del campione di aziende di riferimento, la scelta del moltiplicatore con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti, l'individuazione delle variabili di valenza i multipli desunti da società quotate o da società non quotate, l'individuazione di multipli comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il rischio di deprezzamento della liquidità: in generale una transazione di una società non quotata deve essere confrontata con società quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi misti**, il cui uso deve essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione da questa guida.

La scelta dei metodi di valutazione deve essere basata sulle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalla natura dei dati, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi, dal tipo di dati disponibili, dal tipo di dati possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione del campione di riferimento (PIV III.1.1).

E' necessario evitare l'uso di un solo metodo, sia la combinazione di procedimenti con attribuzione di pesi diversi, sia l'attribuzione uguale valenza ad un numero consistente di indicatori di variabili strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti.

E' invece molto diffusa la prassi di associare un primo metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata, si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

¹⁶ E. FUSA, "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 10. Le valutazioni empiriche, di differenza con quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono dall'applicazione di parametri empirici che traggono origine dall'osservazione del mercato. Per questo motivo, hanno una validità pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni.

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è tenuto conto il **metodo Patrimoniale semplice/complesso**, in quanto, nell'azienda in esame, la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero la presenza di attività finanziarie (oppure: in quanto attualmente l'azienda genera flussi di cassa positivi)

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è tenuto conto il **metodo Reddituale**, in quanto l'azienda in esame è caratterizzata da una situazione patrimoniale di particolari problemi finanziari, stabilizzazione dei ricavi, presenza di perdite in relazione alla durezza della redditività.

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è tenuto conto il **metodo comparativo dei Multipli**, tenuto conto della comparabilità della società X con le aziende principali del settore, per individuare il valore economico del capitale proprio. Le principali motivazioni:

- presenza di significativi piani di crescita e di investimenti, in assenza di divisioni o riorganizzazioni relative alla riorganizzazione (o al *turnaround*);
- *business* concentrato principalmente nel settore di riferimento.

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è tenuto conto il **metodo comparativo dei Multipli**, tenuto conto della comparabilità della società X con le aziende principali del settore, per individuare il valore economico del capitale proprio. Le principali motivazioni che della sua confrontabilità, per tipologia e grado di attività, con le aziende simili, facilmente individuate fra quelle quotate in Borsa.

(eventuale) Nel patrimonio aziendale sono presenti *surplus asset* (attività e passivo, non riconducibili al perimetro core dell'azienda) che non vengono considerati nel calcolo del valore economico del capitale proprio.

-

- *asset* che saranno ceduti nel corso della ristrutturazione.

Tali *surplus asset* o *redundant* hanno natura di risorse di riserva, di natura tutto diversi rispetto a quelli appartenenti al *core business* e, pertanto, sono stati esclusi utilizzando il metodo comparativo dei Multipli.

...

Ovviamente i "flussi di risultato" utilizzati per la stima del valore economico del capitale proprio dell'azienda core, sono stati depurati da tutti i costi e ricavi relativi ai *surplus asset*.

Oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è una società partecipata in società controllate, si è proceduti attraverso il metodo *sum of the parts* alla luce delle differenti attività svolte dalle singole società controllate interconnesse economiche e patrimoniale, non si è ritenuto opportuno procedere al consolidamento delle attività finanziarie.

Pertanto, per la valutazione della società X si è scelto il metodo comparativo dei Multipli, mentre per quelle delle società controllate è stato tenuto più adatto il metodo *sum of the parts*.

Nella scelta dei criteri si è tenuto conto:

- dell'elevato livello di patrimonio tangibile aziendale, che porta a preferire/escludere metodologie patrimoniali;

- del basso/alto livello di stabilizzazione dei flussi di risultato aziendale, in cui i flussi irregolari sono preferibili/da escludere metodi di tipo reddituale;
- delle difficoltà ad individuare transazioni comparabili e/o con caratteristiche simili, sia per attività che per dimensione, e delle metodiche di mercato;
- della disponibilità/indisponibilità di un *business plan* aziendale, che presuma i risultati attesi nei prossimi esercizi, che ha reso possibile/impossibile l'uso di criteri finanziari;
- della qualità della base informativa;
- del livello di analisi fondamentale che si è riusciti ad effettuare;
- delle finalità della stima;
- della configurazione di valore ricercata.

4.1.3. Coerenza della scelta effettuata

Indicazioni dei PIV:

- le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili per le società di tipo azionario (V III.3.32);
- le valutazioni di tipo finanziario sono le più adatte per le società in fase di sviluppo ed evoluzione;
- se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un solo metodo di valutazione, o ad un metodo basato su una stima comparativa di mercato (V III.1.6);
- quando la base informativa è limitata, si dovrebbe scegliere il metodo di valutazione (V III.1.16).

La scelta motivata che deve essere adottata è quella che si è basata sul metodo di valutazione che consiste nel tener conto che Dette considerazioni sono coerenti con la finalità della presente valutazione che è quella di

(eventuale) La scelta del metodo di valutazione **costo** è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, essendo la combinazione delle metodiche del costo e di quelle di mercato, la più idonea alla creazione del valore.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto si è adottato il metodo che

Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello principale in quanto

(oppure) La scelta del metodo di valutazione **finanziario** è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore di mercato, essendo le caratteristiche proprie dell'azienda

(esempio: risultati economici in crescita) ovvero

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto si è adottato il metodo che

Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello principale in quanto

(oppure) La scelta del metodo di valutazione **reddituale**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore di flusso, e con la stabilità dei risultati, essendo un discreto grado di certezza della durevolezza della redditività, che caratterizza l'entità economica da valutare.....

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto si è adottato il metodo che

Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello principale in quanto

(oppure) La scelta del metodo **finanziario**, è innanzitutto coerente con la valutazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la presenza di piani di sviluppo (o di progetto di ristrutturazione/turnaround) che caratterizza l'entità economica da valutare.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima,, in quanto trattasi di
 Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello

(oppure) La scelta del metodo **dei multipli**, è innanzitutto coerente con la valutazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con le caratteristiche di
 termini di dimensione e comparabilità con aziende quotate.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima,, in quanto trattasi di
 Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello

4.1.4. Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono i seguenti:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate nel paragrafo 1.2;
- i rischi legati alle **condizioni ipotetiche** e/o **ipotesi** sono già state illustrate paragrafo 1.5;
- l'elevato livello dell'indebitamento aziendale;
- le prospettive del settore;
- l'elevato livello di concorrenzialità e l'assenza di barriere all'entrata;
- la progressiva erosione dei margini per effetto della concorrenza;
- rischi legati alla veloce obsolescenza delle tecnologie;
- rischi di natura ambientale;
- la ridotta dimensione aziendale, la dipendenza da pochi clienti, la dipendenza verso fornitori strategici, la dipendenza da pochi fornitori;
- la difficoltà ad individuare società comparabili per attività e settore;
- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;
- il giudizio non pienamente favorevole espresso in alcuni rapporti previsionali redatti dalla società;
- il rischio di non continuità d'attività.

(sempre)

Le modalità più idonee per il loro trattamento sono state adottate nell'aumentare il tasso di valutazione di uno specifico coefficiente alfa, come illustrato nel paragrafo 4.2.4.

(oppure)

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi è stato quello di ridurre opportunamente i fattori di valutazione, in particolare.....

(oppure)

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state... prevedere un opportuno sconto, come spiegato nel paragrafo 4.2.6.

4.2 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA

Nella prima fase del processo valutativo sono stati presi in considerazione gli elementi... le... necessarie per il successivo sviluppo della valutazione... revisione a valori correnti del patrimonio netto, di eventuali premi e sconti.

(CANCELLARE qui sotto i paragrafi 4.2.1 relativi ai metodi...)

4.2.1. Il metodo Misto Patrimoniale Reddito e Concorrenzi

La presente perizia viene redatta adottando, come metodologia di valutazione, il **metodo misto Patrimoniale Reddito (Uec)** con stima autonoma... E' un metodo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione... dell'azienda, e consiste in una sintesi tra il metodo...

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea, è stato... Esperti... Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda... riorespressione a valori correnti degli elementi... valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà... in funzione... reddittuali prospettive dell'azienda (esprese dall'... del "sovrareddito", e la sua successiva... con un tasso... per un periodo limitatori anni. Infatti, è ragionevole... di... (sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare... in... normale, non permarrà a lungo; soprattutto... la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi... dalla... (sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione... i sottoredditi non potranno permanere in perpetuo... l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico... nel... soddisfacimento delle aspettative di remunerazione... capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione... essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV).

La formula con cui si identifica il metodo di valutazione "misto patrimoniale reddituale" (UEC), è:

$$Ve = K_0 - \sum_{t=1}^n (K_t - iK_{t-1})(1+i)^{-t}$$



- V_e = è il valore economico dell'azienda (Equity Value)
- K_0 = valore patrimonio netto rettificato a valori correnti
- R_t = è fatto pari al reddito medio R sostenibile
- i' = è il saggio di rendimento considerato normale per il settore dell'azienda
- i'' = è il tasso ritenuto appropriato per attività a rischio superiore ai redditi
- n = è il numero di anni di prevedibile durata del vantaggio

Il criterio in argomento è di tipo *Equity Value* e si applica alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La valutazione si svolge attraverso due alternative:

- a) una valutazione patrimoniale "a valori correnti"
 - b) un'autonoma determinazione del valore economico del capitale economico.
- I PIV (III.1.34) richiedono che i periti, in entrambe le alternative, in maniera appropriata, motivando le scelte compiute, dovranno spiegare, in presenza di un reddito maggiore o minore rispetto a quello considerato, come i suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei rispettivi paragrafi.

In particolare:

- R_t che è il reddito medio sostenibile, è determinato come indicato nel paragrafo 4.2.2;
 - nel metodo UEC, K_0 è il valore del patrimonio netto rettificato (di mercato); è composto dal patrimonio netto tangibile, esclusi i fondi di ammortamento, e beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere valutati separatamente, anche se in presenza di sovraredditi (PIV III.1.33).
- Il procedimento di riferimento, come verificato, è il seguente:
- il saggio di rendimento i' è il saggio di rendimento normale, determinato in base alle caratteristiche dell'azienda (incluso il *leverage*); i'' è il saggio di rendimento appropriato per la valutazione dei sovraredditi o dei sotto redditi, i'' è maggiore di i' e viceversa; in ogni caso entrambi i saggi di rendimento si collocano in un intorno di k_e (PIV III.1.33). Il criterio è applicato nel paragrafo 4.2.4;
 - l'orizzonte temporale n è generalmente di 5 e 10 anni a seconda della persistenza del vantaggio economico riconosciuto; nel caso di *badwill* l'orizzonte temporale deve essere tale da consentire il recupero del vantaggio economico in continuità aziendale (PIV III.1.33); la sua scelta verrà effettuata nel paragrafo 4.2.4.

ALTERNATIVE
4.2.3 Valore patrimoniale: profili teorici

Il valore del capitale economico dell'azienda **Company srl** è stato determinato attraverso il criterio **Patrimonio semplice/complesso**, con il quale il valore dell'azienda viene valutato in funzione del patrimonio. In particolare viene individuato il valore del patrimonio aziendale, con una distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività.

E' il risultato del procedimento di ricostruzione patrimoniale netto, aziale, ottenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di mercato, in presenza di casi di "overvaluation" per l'acquisizione o formazione di beni immateriali e di valore patrimoniale, se necessario, si dovrà accertare che la loro utilità persista in prospettive di medio e lungo periodo. Il procedimento mira a stimare analiticamente il valore di tali elementi, che dovranno essere rappresentati in bilancio, evitando, ovviamente, il rischio di "overvaluation" di valore economico (PIV III.1.28).

Nella valutazione è necessario includere anche le partecipazioni (PIV III.1.28).

Le partecipazioni vanno valutate come "economico" e non "contabile", purché esistano notevoli interconnessioni economiche, non limitate alla forma di un'investimento, ma anche sul piano patrimoniale (PIV III.1.28).

Se vengono rilevati beni immateriali di valore economico non inclusi in bilancio, si possono anche includere benefici fiscali, se ciò è giustificato dalle norme fiscali.

Tra le passività vanno inclusi gli oneri fiscali, le plusvalenze accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati in base alle norme fiscali e alla probabilità e tempistica di effettiva loro manifestazione.

(eventuale) Il metodo patrimoniale netto, aziale, può essere anche stratificata (*sum of the parts*), ma è bene effettuare una valutazione reddituale della società (PIV III.1.30).

Il criterio di valutazione Patrimoniale Netto, Aziale, conduce direttamente alla determinazione del valore economico del capitale proprio.

La formula con cui si identifica il valore economico del capitale proprio "semplice", è la seguente:

$$Ve = K - I$$

Ve = valore economico del capitale proprio (equity side)

K = valore patrimoniale netto

La formula con cui si identifica il valore economico del capitale proprio "patrimoniale complesso", è la seguente:

$$Ve = K - I$$

Ve = valore economico del capitale proprio

K = valore patrimoniale netto

I = valore degli immobilizzi materiali (*intangible assets*) indipendentemente dall'azienda.

La analitica determinazione sia di "K" (e di "I") verrà esplicitata nel successivo paragrafo 4.2.3.

ALTERNATIVE

4.2.1 Valore economico del capitale proprio - Reddituale - profili tecnici

Il valore economico del capitale proprio di **Company srl** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo reddituale, con il profilo **Puro**, nella configurazione *Equity side*, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto" (dopo le imposte) ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei

mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito, di natura patrimoniale, viene reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, e operanti, e rappresenta il reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del reddito atteso in futuro. Da un punto di vista matematico, il valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita a termine di n anni, a secondo della probabile durata della vita dell'azienda, può essere calcolato. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito R costante e sostenuto nel tempo è possibile determinare il valore " V_e " del capitale che lo ha generato, se il tasso di rendimento del capitale è stato impiegato.

L'arco temporale considerato è di regola illimitato per le aziende in modo di operare in settore ad elevata variabilità (PIV III.3.31), e di durata finita per le aziende operanti in situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32).

La formula con cui si identifica il "metodo del reddito" è la seguente:

$$V_e = \frac{R}{k_e} \quad \text{Durata illimitata} \quad \text{Durata definita}$$

- V_e = è il valore economico dell'azienda (side)
- R = è il reddito disponibile di lungo periodo
- k_e = è il tasso di valutazione e di costo opportunità del capitale proprio (PIV III.3.31)
- a_{\rightarrow} = è il simbolo matematico del valore attuale con durata definita
- n = è l'orizzonte temporale

I PIV (III.1.34) richiedono che le scelte di valutazione siano giustificate in maniera appropriata, motivando le scelte con i dati e i parametri utilizzati. La giustificazione dei parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

- R , che è il reddito medio di lungo periodo, è descritto nel paragrafo 4.2.2;
- il calcolo del tasso k_e è descritto nel paragrafo 4.2.3;
- la scelta dell'orizzonte temporale n è descritto nel paragrafo 4.2.5;

Alla valutazione finanziaria vengono aggiunti elementi non inclusi nelle stime reddituali:

- il valore di proprietà di beni non operativi;
- il valore di elementi **beni non operativi** presenti nel complesso aziendale da valutare.

Qualora l'azienda da valutare detenga partecipazioni non di controllo, queste ultime devono essere valutate come entità separate, escluse dalla valorizzazione reddituale. Nel caso di partecipazioni di controllo è possibile valutare separatamente la partecipazione sulla base di un criterio reddituale, in presenza di forti interconnessioni economiche, effettuare una valutazione reddituale consolidata, tenendo sempre conto delle quote spettanti a soggetti terzi (PIV III.3.31).

ALTERNATIVE



4.2.1. Il metodo Finanziario Discount Cash Flow (D.C.F.)

Il valore economico del capitale dell'azienda **Company** è determinato attraverso il **metodo finanziario D.C.F.**, che si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa (detti "flussi finanziari") di previsione esplicita e sull'attualizzazione del valore terminale dell'azienda, cioè del valore complessivo aziendale al termine del periodo di attualizzazione (il "termine").

I flussi finanziari da considerare devono essere **disponibili** (cioè disponibili) per gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale e operativa dell'azienda. Il valore di valutazione, infatti, è la natura monetaria del risultato che si può ottenere senza compromettere l'equilibrio operativo-finanziario.

Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le valutazioni di tipo finanziario caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per effetto di variazioni consistenti nel capitale circolante; al termine del periodo di attualizzazione, quando si ipotizza un quadro stabilizzato, è preferibile utilizzare un valore terminale di tipo reddituale distribuibile; in questi casi il valore terminale, come previsto dal metodo D.C.F. risulta tipicamente dalla attualizzazione di un risultato di tipo reddituale, al netto del *reinvestment rate* (PIV III.3.32). Nella pratica, il valore terminale è particolarmente cura nella stima del valore terminale fornito dai flussi finanziari (PIV III.1.32). Nelle situazioni stabilizzate e stazionarie, il valore terminale coincide con i flussi di reddito disponibile e flussi monetari disponibili (PIV III.1.32), e quindi il valore finanziario e quello reddituale coincidono.

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa, sia nella fase di crescita che nella fase di attesa per il lungo periodo, e quindi richiede la disponibilità di dati e ipotesi per il lungo periodo (PIV III.1.35). In genere il piano, che dovrebbe essere riferito alla stima del *diver* di valore (Nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, k_e e w), è elaborato dal *management* dell'azienda da valutare, sulla base delle loro ipotesi e del piano di business che il piano di business può essere esteso, dal *management*, da un *advisor* o da un *broker* basate su ipotesi ragionevoli; occorre però accertare le finalità per il quale il piano di business è stato elaborato (ad esempio, espressione delle strategie che si vogliono perseguire, o per fini di finanziamento, ecc.), se è stato formalmente approvato dal *management* e se l'azienda estende la stessa politica e comunque quale sia la fonte di finanziamento (PIV III.1.36).

Nel caso in esame, tali ipotesi sono già state riferite nel capitolo 2.1.2.

Ai fini della loro attualizzazione, i flussi finanziari considerati siano posticipati ed istantanei, cioè disponibili all'inizio di ogni anno (PIV I.19.1).¹⁷

La formula con cui si calcola il "valore economico del capitale" è la seguente:

Versione Asset side

$$V_a = \sum_{t=1}^n F_{o,t} (1 + wacc)^{-t} + \frac{V_{t=n}}{(1 + wacc)^n}$$

V_a = è il valore economico del capitale operativo (Asset side)

¹⁷ Il valore finanziario è una misura di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il lungo periodo, riferito all'orizzonte temporale definito di proiezione. Cfr. AA.VV. "Guida alla valutazione" (2004), pag 17, con il seguente indirizzo internet: [http://www.italianabanking.com/italiana/italiana/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf](http://www.italianabanking.com/italiana/italiana/italiana/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf)

- F₀** = sono i flussi monetari operativi netti *unlevered*
- wacc** = è il costo medio ponderato del capitale investito
- n** = è il numero di anni di previsione esplicita dei flussi di cassa
- Vo_n** = è il valore residuo dell'azienda al termine del tempo

Il valore così determinato, è poi oggetto di integrazioni in merito ai seguenti fattori, per cui:

- la **posizione finanziaria netta** esistente alla data di riferimento (tale **F₀** include anche le quote residue sui leasing determinati al 31/12/2017); il flusso di cassa operativo è al lordo dell'accantonamento per la posizione finanziaria netta incluso anche il Fondo TFR;
- il valore di partecipazioni non consolidate, escluse le partecipazioni in società di cui la società è controllata;
- il valore di eventuali **beni non operativi**¹⁸ presenti nel bilancio di esercizio e di cui la società non ha la gestione;
- eventuali interessi di terzi.

Nella presente versione *Asset side* (forse la più rappresentativa) si assume che **F₀** corrisponda ai flussi di cassa *unlevered cash flow*, esemplificativamente così determinati:

Fatturato
 - Costi della produzione
 = Risultato Operativo
 - imposte sull'EBIT
 + Ammortamenti
 + Accantonamenti per le imposte non versate
 = Flusso di cassa operativo netto (gestito e controllato dalla società)
 ± variazioni circolanti (es. circolante a lungo termine)
 ± variazioni circolanti (investimenti)
 = **Flusso di cassa operativo netto (azienda)**

Quindi **F₀** sono i flussi monetari netti (unlevered) al netto delle imposte che la società pagherebbe se non fosse indebitata. Nel caso in esame, la determinazione dei flussi monetari **F₀** (cash flow) è già avvenuta nel paragrafo 3.4.

Per la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa *cash flow* in genere viene utilizzato il w.a.c.c. ("weighted average cost of capital" o "costo medio ponderato del capitale investito medio". Il tasso w.a.c.c. è pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e cioè la somma dei costi dei finanziatori che quelli forniti dagli azionisti. Il costo medio ponderato del capitale investito rappresenta il costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria. Anche in genere il w.a.c.c. si determina variando ogni anno, il flusso di cassa di ciascun anno viene attualizzato al w.a.c.c. medio del primo anno, al flusso di cassa del primo anno si applica il w.a.c.c. del primo anno, a quello del secondo anno, il w.a.c.c. medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c. 2)/2]$, e così via. Il valore residuo aziendale "**Vo_n**", viene attualizzato al

¹⁸ Trattasi dei cosiddetti *assets*, ovvero di quelle attività che la società detiene, ma che non concorrono alla generazione dei flussi di cassa operativi e che pertanto occorre considerare separatamente.

fine piano potrebbero essere esaurite, oppure si selezionano che presentano una fisionomia simile a quella futura dell'azienda da valutare (PIV III.1.37). Anche la determinazione dei tassi per il calcolo e l'attualizzazione verrà illustrata nel paragrafo 4.2.4.

ALTERNATIVA
Versione Equity side

$$Ve = \sum_1^n Fe_t(1 + Ke)^{-t} + Ve_n$$

- Ve** = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)
- Fe** = sono i flussi monetari disponibili per gli azionisti
- Ke** = costo dei mezzi propri
- n** = è il numero di anni di previsione esplicita dei flussi
- Ve_n** = è il valore residuo dell'azienda al termine del periodo

Il valore così determinato, è poi in genere oggetto di alcune funzioni, tra cui:
 - il valore di partecipazioni non consolidate, e di partecipazioni a partecipazione (art. 35);
 - il valore di eventuali **beni non operativi** (Società a partecipazione non consolidabile da valutare);
 - eventuali interessi di terzi.

Nella versione *Equity side* come **Fe** viene considerato il valore del flusso economico dell'azienda è costituito dal flusso monetario che un generico investitore può attendersi dal suo investimento, costituito dalla quota parte di redditi futuri che può essere disposta come dividendi, senza intaccare o alterare l'equilibrio patrimoniale dell'azienda. Per determinarli è necessario ricorrere ad uno schema di calcolo dei flussi, come il seguente:

Fatturato	
- Costi delle vendite	
= Risultato Operativo (RO)	
- imposte sul reddito	
+ Ammortamenti	
+ Accantonamenti	
= Flusso di cassa operativo	
± Variazioni di capitale circolante	
± Variazioni di capitale fisso	
= Flusso di cassa operativo (free cash flow) dell'azienda)	
± oneri / proventi finanziari	
± accensione / rimborsi di finanziamenti	
= Flusso di cassa disponibile (detto "free cash flow" per l'azionista)	



Nel caso del *levered cash flow*, come tale viene utilizzato, ovvero il "costo figurativo del capitale proprio" calcolato sulla denominazione *Asset Pricing Model (C.a.p.m.)*, in base alla quale K_e rappresenta il tasso di rendimento che un potenziale investitore nel capitale proprio si attenderebbe. I flussi di cassa annui vengono attualizzati utilizzando i K_e medi del periodo di riferimento.

Nel caso in esame, la determinazione dell'attualizzazione è contenuta nel paragrafo 4.2.4.

Per la scelta dell'orizzonte temporale, si prendono in considerazione i piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa, e si deve prendere tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'attività, e l'entrata in regime.

La scelta dell'orizzonte temporale verrà effettuata nel paragrafo 4.2.5, unitamente alla stima del valore residuo aziendale.

La stima del **valore terminale** si basa sul fatto che, secondo l'ipotesi che, al termine del periodo di previsione, l'azienda si trovi in fase "inerziale", in cui si stabilizzano i driver di valore (cioè $ROIC$ e $Net\ Inflow/Capex$).

Il valore terminale in genere si calcola utilizzando, in genere illimitato, il flusso sostenibile (cioè al netto di investimenti) di lungo periodo, ad esempio il reddito netto per valutazioni *Equity side* o il flusso di cassa libero per valutazioni *Asset side*, ritenute l'azienda sia ancora in grado di produrre dopo un periodo di crescita, eventualmente di crescita g coerente con i fondamentali; in assenza di dati di flussi di cassa, si fa riferimento al valore che essi assumono all'anno di fine periodo di previsione, appropriato se le variabili IR , g e **N.o.p.a.t.** non sono state determinate (III.1.37).

E' molto importante la coerenza della stima del valore terminale con la crescita g , sulla base della formula (PIV III.1.36):

$$g = IR - ROIC$$

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di rendimento medio

ROIC = rendimento operativo

Cioè un'azienda che investe il 20% del proprio valore e ha un ROIC prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 5%. È in genere da escludere che il tasso di crescita sia superiore al tasso di rendimento, in quanto tale ipotesi è in genere da escludere che il tasso di crescita sia superiore al tasso di rendimento. Il tasso di crescita g richiede uno sforzo sul fronte dell'andamento futuro (prospettive azienda e sua crescita storica, barriere all'entrata, economie di scala, ecc.) per la durata dei vantaggi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

Nelle situazioni non stabilizzate si presta particolare cura nella stima del valore terminale fondato su flussi di cassa, e non su flussi di reddito (III.1.32).

Inoltre, i tassi di sconto ed attualizzazione della rendita sono gli stessi precedentemente utilizzati per attualizzare i flussi monetari, in particolare si utilizza il tasso medio di tutti gli anni di riferimento, e non il tasso di rendimento medio, poiché i flussi di risultato sono posti al numeratore della formula di capitalizzazione del tasso di rendimento IR , allo stesso modo il tasso di attualizzazione posto al denominatore della formula, e il tasso di crescita g (PIV III.1.37).

Il valore terminale può, in ogni caso, essere calcolato utilizzando un moltiplicatore in uscita.

Allo stesso modo, il valore residuo aziendale (*terminal value*) ha un forte peso nel calcolo del valore economico del capitale proprio per effetto di flussi di risultato a regime ben superiori a quelli

correnti; il confronto del *terminal value* così determinato con un simile caso di mercato di società confrontabili può consistere nel controllo dell'opportunità di multipli *forward* e non correnti, in quanto questi ultimi potrebbero prospettare a fine piano potrebbero essere esaurite, mentre le altre si esauriscono in modo che a fisionomia simile a quella futura dell'azienda (Piv III.1.37). Anche la determinazione dei tassi per il costo del capitale aziendale verrà illustrata nel paragrafo 4.2.4.

ALTERNATIVA

4.2.1. Il metodo dei Multipli Comparativi

Il valore dell'azienda **Comparativo** è determinato attraverso l'uso della metodica di mercato, ed in particolare con l'impiego di multipli.

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sul presupposto che i prezzi di mercato rappresentano la migliore stima del valore dell'azienda.

Si può fare riferimento sia ai prezzi di mercato, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di M.&A. in condizioni di mercato. Hanno diversa valenza i multipli desunti da società confrontabili comparabili (III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto della differenza tra la liquidazione e il premio per il controllo o degli sconti di minoranza.

In generale una transazione di M.&A. è inadatta per società non quotate senza adeguati correttivi. Tuttavia, applicando opportuni correttivi, nella valutazione di una società non quotata possono essere utilizzati i prezzi di mercato estrapolati dall'analisi di società quotate (o comunque negoziate) del medesimo settore o in settori affini ed aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti e rischi attesi, e parità di rischio.

In generale, indicando con P il prezzo di mercato e con V la unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo di mercato P riferito ad una diversa unità di valutazione (Piv I.15.3).

In sintesi, come si è visto, in un mercato efficiente i prezzi delle imprese comparabili riflettono le differenze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, cash flow, patrimonio netto, ecc.) e con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli ottenuti vengono riferiti a medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione. Il multiplo di indicazione patrimoniale o finanziario hanno valenza maggiore rispetto a quelli di meri parametri operativi (i quali esprimono la capacità produttiva o commerciale): questi ultimi, infatti, sono considerati grezzi indicatori e non strumenti di valutazione perché si basano su indicatori di output (Piv III.1.38).

E' ovviamente necessario specificare le scelte del multiplo utilizzato, le modalità di determinazione e la fonte del campionamento (III.1.39).

In pratica il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei valori medi del multiplo è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore vicinanza all'impresa da valutare. Nell'uso di multipli medi, è necessario utilizzare i dati di mercato in base alla mediana o media armonica (Piv III.1.38).



VALORI MEDI PONDERATI

STORICO

REDDITO NORMALIZZATO

0

A conclusione del procedimento di normalizzazione del reddito normalizzato, il valore di reddito normalizzato assunto nella presente valutazione è pari a €....

(oppure)

Normalizzazione del reddito normalizzato T. A.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA CIVILISTICO	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
-Valutaz. natura fisc.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altri componenti di reddito non durevoli	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA NOMINALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Correzione inflazione	0	0	0	0	101	101	102	102
EBITDA REALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	PREVISIONE	MEDIO
EBITDA NORMALIZZATO	0	0

A conclusione del procedimento di valutazione, il valore economico del capitale è stato assunto nella presente valutazione è pari a

(oppure)

	Norma	All'E.	.A.T.			
			2026	2027	2028	
EBIT CIVILISTICO			0	0	0	0
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO			0	0	0	0
- Amm.ti e Acc.ti	0	0	0	0	0	0
-Valutaz. natura f	0	0	0	0	0	0
-Compenso dire	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0
RETTIFICA EVASIONE RICORRENTI			0	0	0	0
-Altro	0	0	0	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE						
-Rettifiche per Inflazio	0	0	0	0	0	0

EBIT NORMALIZZATO LORDO	0	0	0	0	0
Imposte su Ebit normal.	0	0	0	0	0
NOPAT NORMALIZZATO NOMINALE	0	0	0	0	0
Correzione inflazione	99			102	102
NOPAT NORMALIZZATO REALE	0	0	0	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	CO	NALE	MEDIO
NOPAT NORMALIZZATO	0		0

A conclusione dell'iter di normalizzazione si è determinato il **NPV.T. normalizzato** che è stato assunto nella presente valutazione.

4.2.3. Rivalutazione a valori correnti

Si procede alla rivalutazione del patrimonio netto rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio di valore semplice/corrente, secondo il seguente schema:

- la verifica della consistenza delle attività e delle passività;
- la verifica delle poste passive, in particolare le passività potenziali;
- l'espressione a valori correnti delle attività e delle passività, ove il valore contabile non sia adeguato congruo.

Finalmente, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili e di bilancio sono stati sottoposti ad opportune rettifiche ed integrazioni. Le attività svolte nel corso dell'iter di normalizzazione sono state:

- la verifica della congruità delle attività e delle passività alle poste attive iscritte in bilancio;
- la verifica della esigibilità delle attività e delle passività;

- l'esistenza di attività e passività non contabilizzate;
- l'esistenza di passività potenziali.

Come già ampiamente spiegato nel paragrafo 1.4.2, il sotto-capitale è stato valutato in base a un'analisi di tipo *audit e/o revisione contabile*, ma si è limitato ad analizzare lo stato contabile, non lo stato economico, con spirito critico ed ad acquisire assunzioni di responsabilità del valutatore, sulla base delle informazioni fornite, sulla completezza ed accuratezza delle informazioni ed elementi di bilancio.

Successivamente si è proceduto alla stima a valori correnti dei beni materiali.

STIMA DEI BENI MATERIALI

Come già indicato nel paragrafo 1.3, per la valutazione dei beni materiali si è ricorso a perizie giurate che hanno prodotto perizie giurate di stima allegate alla relazione di stima.

Alternativa. Per le immobilizzazioni materiali è stato utilizzato il valore di mercato (o il valore di realizzo, se non è possibile quello di ricostruzione), alla luce dell'obsolescenza fisica (obsolescenza funzionale, obsolescenza economica, obsolescenza funzionale), data di valore (PIV III.6.1, III.6.2, III.6.3, III.6.4, III.6.5, III.6.6, III.6.7, III.6.8, III.6.9, III.6.10, III.6.11, III.6.12, III.6.13, III.6.14, III.6.15), nel caso di beni di valore d'uso, il valore d'uso, attuale o di realizzo, a seconda della loro destinazione (PIV III.6.4). In particolare è stata utilizzata la metodologia di mercato, ovvero quella del costo o quella del valore di realizzo, per i beni per i quali non è stata trovata evidenza di scambi di beni simili (PIV III.6.8).

Alternativa. Per le immobilizzazioni materiali è stato utilizzato il valore d'uso, che consiste nel confronto tra il valore contabile del cespito e il valore d'uso, ovvero il valore di realizzo. Laddove dal confronto dei due valori, è stata imputata una rettifica pari alla differenza tra il valore d'uso e il valore contabile.

Il valore d'uso è stato di volta in volta determinato in base al modello di valutazione IAS 36, quindi considerando:

1. la stima dei flussi finanziari futuri, in uscita, derivanti dall'uso continuativo dell'attività e dalla sua dismissione;
2. l'identificazione di un adeguato tasso di attualizzazione, applicato a tali flussi finanziari futuri.

Per la determinazione dei flussi finanziari futuri associati alle immobilizzazioni materiali, si è fatto riferimento ai piani previsionali approvati dalla Direzione Generale.

STIMA DEI BENI IMMATERIALI

Al fine di una completa valutazione sono stati valutati anche i beni immateriali specifici, distinti da quelli accantonati internamente:

- **Intangibles legati alla tecnologia:**
 - o Brevetti
 - o Software
 - o Tecnologia non brevettata
 - o Banche dati
 - o Segreti di produzione (formule, processi, ricette)
 - o
- **Intangibles legati ai contratti:**

- Accordi, licenze, royalties
- Contratti
- Permessi di costruzione
- Contratti di franchising
- Diritti di trasmissione
- Diritti d'uso
- Contratti di mutuo
-
- **Intangibles legati all'attività**
 - Commedie, opere belle artistiche
 - Opere letterarie
 - Creazioni musicali
 - Immagini e fotografie
 - Materiali audiovisivi
 -
- **Intangibles legati al cliente**
 - Customer list
 - Portafoglio ordini
 - Relazioni con i clienti
 - Relazioni con i fornitori
 -
- **Intangibles legati al personale**
 - Marchi
 - Domini
 - Imballaggi
 - Accordi di licenza
 -

In merito ai costi dei prodotti immateriali sono stati considerati solamente quelli aventi tutte le caratteristiche di un asset immateriale:

- identificabile; separabile;
- derivante da contratti o da un impegno da cui si attende un ritorno economico (Return);
- separabile dall'impresa.

Intangibles specifici non separabili e non valutabili non sono stati espressi separatamente dal goodwill.

Inoltre, è stata preliminarmente effettuata la suddivisione tra gli intangibili a vita indefinita e a vita finita, individuando, per ciascuno di questi ultimi, la loro vita residua (PIV III.5.6).

Gli intangibles a vita finita, infatti, sollevano il problema della determinazione della vita residua e del loro valore stesso. Secondo le indicazioni fornite dagli IAS²⁰, a cui il sottoscritto si è attenuto, "la vita residua di un bene immateriale di una società è il periodo nel corso del quale ci si attende che il bene contribuisca direttamente o indirettamente ai futuri flussi di cassa di tale società". I fattori

²⁰ Acronimo di International Accounting Standards, principi contabili internazionali adottati nella Comunità europea.



- o il periodo di utilizzazione prevedibile
- o il periodo di utilizzazione prevedibile nei
- o le previsioni legali, i regolamenti, i contratti o altri fattori che possono essere utili o rendere possibile il rinnovo o l'estensione
- o gli effetti dell'obsolescenza, della concorrenza, dei concorrenti e di altri fattori economici
- o le spese future di mantenimento

I beni immateriali che non hanno un periodo di utilizzazione prevedibile, sono stati valutati con la metodica del costo, o con la metodica del reddito in via alternativa tra il metodo del "Costo Residuale", il metodo del "Costo storico" e il metodo del "Costo storico".

I beni immateriali che avente un periodo di reddito direttamente prevedibile sono stati valutati con la "metodica del reddito" (PIV III.1.28) in via alternativa tra il più appropriato tra il criterio della stima diretta e il criterio di stima indiretta, tenendo conto delle stime indirette di tali benefici, ed in particolare dei rischi di incertezza.

ALTERNATIVA: il criterio di stima indiretta può essere anche Transazioni Comparabili, il metodo dei *Royalties* e il metodo dei *Multiples*, il metodo dei *Deals*, il metodo dei Multipli Empirici, il metodo dei *Multipli*.

ALTERNATIVA: il criterio di stima indiretta può essere anche il metodo *Interbrand*, il metodo *Brand Rating*.

ALTERNATIVA: Il criterio di stima indiretta può essere anche il metodo "Relativo".

ALTERNATIVA: I beni immateriali sono stati valutati secondo i dettami dei principi contabili internazionali al fine di rappresentare il valore di mercato.

VALUTAZIONE

I Titoli quotati sono stati valutati al prezzo medio dei prezzi degli ultimi 6 mesi.....

I Titoli non quotati e non considerati i relativi prezzi di mercato, sono stati valutati al costo.....

VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

Le partecipazioni in società controllate sono state stimate previa valutazione delle singole società controllate.

ALTERNATIVA. Le partecipazioni in società controllate sono state stimate tramite consolidamento patrimoniale.

ALTERNATIVA. Le partecipazioni sono state valutate al prezzo di mercato

VALUTAZIONE DELL'ATTIVO IMMOBILIARE

Le partecipazioni in società controllate e le partecipazioni in società controllate vanno inclusi gli oneri fiscali dovuti alle partecipazioni in società controllate e ai crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati tenendo conto delle caratteristiche di certezza e tempistica di effettiva loro manifestazione (PIV III.1.28).

I plusvalori rilevati nell'ambito della valutazione delle plusvalenze sociali vengono ridotti per tenere conto dei carichi fiscali latenti. Sono i carichi fiscali latenti, così come potenziali sono i plusvalori a cui si riferiscono i carichi fiscali latenti. Tali elementi correttivi dal momento che, all'atto dell'operazione, il carico fiscale si genera in modo automatico, e con preciso rapporto di proporzionalità con i plusvalori fiscali. Tuttavia una serie di motivi induce, nella pratica, a ridurre il carico fiscale in base ad aliquote non piene ma ridotte. In questi casi il carico fiscale potenziale può ottenere varie riduzioni, che sono in genere attente e sensibili al problema e, in un modo o nell'altro, si riferiscono ai plusvalori. Ai fini valutativi, le riduzioni da apportare alle aliquote dei carichi fiscali possono essere studiate caso per caso con riferimento alle specifiche circostanze. Nonostante ciò, le riduzioni sono comunque comprese tra 1/2 e 2/3 dell'aliquota potenziale.

(eventuale) Nella presente relazione, per quanto riguarda il carico fiscale latente sulle plusvalenze patrimoniali si è scelto di applicare l'aliquota di dimezzamento, essendo né noti né certi i tempi entro cui tale debito fiscale si realizzerà. Nella presente relazione (prima) Prudentemente si è preferito non prevedere le riduzioni sulle plusvalenze patrimoniali latenti;

(oppure) Nella presente relazione si è ritenuto di inserire carichi fiscali sui plusvalori ad un'aliquota ridotta corrispondente all'aliquota di dimezzamento prevista dal comma 2-ter, art. 176, D.P.R. 917/1985 (per le plusvalenze latenti dei cespiti facenti parte di aziende oggetto di operazioni straordinarie, fusioni e scissioni).

(eventuale) Infine, si è ritenuto di considerare la fiscalità anticipata su minusvalenze patrimoniali con riferimento alla riduzione apportata ai crediti verso clienti,

Alla luce di quanto sopra, la fiscalità differita è calcolata nella seguente misura:

Voci rivalutate	Carico fiscale	Maggior valore	Fiscalità latente

Alla luce del descritto procedimento, lo **Stato Patrimoniale espresso a valori correnti** risulta il seguente:

Ad esempio, a legittimità di riferimento, a possibili leggi per affrancamento di valori, a modifiche di

²² Commento di Rossi & Associati, pag. 167: "L'aliquota può essere piena, ma più frequentemente si ha l'abbattimento del carico fiscale, in genere, almeno, nella misura del 20-50%.

ATTIVITA'	Valore c...	Rettific...	corrente
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI			0
Terreni			0
Immobili Operativi			0
Beni Mobili Operativi			0
Beni non Operativi			0
IMMOBILIZZ. IMMATERIALI			0
Brevetti, Marchi, Software	0		0
Spese Pubblicitarie	0		0
Studi e Ricerche			0
Sp. Impianto, Avviam., Altri	0		0
IMMOBILIZZ. FINANZIARIE			0
Partecipazioni - Quote -	0	0	0
Mutui e Crediti Finanziari		0	0
Altre Attivita' > 12 mesi		0	0
MAGAZZINO			0
Materie Prime e Imb...	0	0	0
Prodotti in Corso -		0	0
Prodotti Finiti		0	0
DISPONIBILITA' FINANZIARIE			0
Crediti verso C...		0	0
Anticipi Fornit...		0	0
Anticipi Fornit... ale		0	0
Erario Conto		0	0
Crediti Diver...		0	0
Ratei Attivi		0	0
Risconti Attivi		0	0
Crediti verso versamenti		0	0
Investimenti a Breve		0	0
Banche/c/c Attivi		0	0
Cassa		0	0
Totale Attività	0		0

Attivita'	Contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
-----------	-----------------	------------	-----------------

- in caso di sovra redditi i'' è maggiore di i' e viceversa, il costo di capitale è maggiore del costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intervallo di costo di capitale superiore a quello dei mezzi propri.

Considerare che nel "Metodo reddituale":

- in presenza di inflazione pienamente recuperata, R_e è uguale al tasso di crescita dei redditi reali (PIV III.3.31).
- R_e viene assunto al netto della quota di ammortamento (PIV III.3.32), rispetto agli ammortamenti, necessari per mantenere invariato il valore del reddito dell'impresa in presenza di un tasso di crescita costante g , k_e viene diminuito di g .

Considerare che nel "Metodo Finanziario":

- i tassi di calcolo ed attualizzazione sono il tasso di costo del capitale residuo, che in genere gli stessi utilizzati per attualizzare i flussi netti, si utilizza il costo medio di tutti gli anni considerati. I flussi di risultato, dopo aver considerato il tasso di attualizzazione sono diminuiti del tasso di reinvestimento g , il tasso di attualizzazione posto al denominatore viene diminuito di g (PIV III.3.37).

Coerentemente con quanto stabilito al punto 1.1.19.8, si è scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo "costo del capitale", che è la somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il premio per il rischio, ovvero il rendimento atteso per la specificità dell'azienda. Tale tasso rappresenta un approccio razionale all'investimento da parte dell'investitore, con l'aspettativa di ricevere una remunerazione uguale a quella che otterrebbe investendo in titoli a basso rischio, e un premio per il rischio aggiuntivo, che rappresenta il mercato/settore specifico in cui effettua il proprio investimento.

SE SI SCEGLIE IL METODO FINANZIARIO (APM - ACC)

Le stime svolte per il costo del capitale, sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al principio di valutazione. La componente di rischio è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verifica di ogni ipotesi di stima.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione è anzitutto osservato il principio della coerenza dei tassi di rischio e prosperevolezza.

Il metodo più utilizzato per incorporare, nel valore attuale, il "premio del rischio", è quello di "aggiunta del rischio" (R.A.D.²³), mediante il quale il flusso di risultato atteso viene ridotto sommando al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.9) il "premio per il rischio" al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.9) il "premio per il rischio" o "tasso di valutazione" " r ". Nelle valutazioni **equity side** vanno utilizzati tassi di sconto che esprimano il "costo opportunità dei mezzi propri", mentre per valutazioni **debt side** si utilizza il "costo medio ponderato del capitale" (ACC) (PIV 1.21 note).

Pertanto, in rispetto di questi principi, il tasso di sconto è stato determinato attraverso il costo medio ponderato del capitale (ACC): (Weighted Average Cost of Capital):

²³ Il premio per il rischio è definito come la differenza tra il "costo del capitale" e il "tasso di attualizzazione". Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Imprese", Ed. Giuffrè, pag. 296.

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D+E)} + Kd(1 - t) * \frac{D}{(D+E)}$$

dove:

Ke= è il costo figurativo del capitale proprio

E = patrimonio netto (equity)

D = indebitamento finanziario netto (Debt)

Kd= costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il costo medio ponderato del capitale investito rappresenta un'indicazione delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, ponderate in base al loro peso sulla struttura finanziaria. Il tasso da adottare deve essere determinato in base ai costi dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare ai costi dei finanziamenti forniti dagli azionisti.

Poiché in genere il WACC assume valore costante, il flusso di cassa di ciascun anno è stato attualizzato al WACC medio. Nel caso di un tasso di WACC che varia nel tempo, è stato applicato il WACC del primo anno per il primo anno, il WACC del secondo anno per il secondo anno [(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.) / 2], e così via. Il flusso di cassa è stato attualizzato al WACC medio di tutti gli anni considerati.

(oppure)

Spesso nella prassi si adotta un tasso di WACC medio sia per i flussi relativi al periodo di previsione esplicita, sia del periodo di previsione implicita, se questa è stata seguita anche nel caso in esame.

(eventuale) Per l'attualizzazione di flussi di risultato da capitalizzare, se il valore di flussi di risultato da attualizzare è perpetua, è sufficiente il WACC relativo al periodo più lontano.

In primo luogo si è preso in considerazione il calcolo del "costo figurativo del capitale proprio", che rappresenta il costo che un investitore nel capitale proprio dell'azienda attenderebbe un potenziale

Per la determinazione del "costo figurativo del capitale proprio" è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*). Il modello teorico per il calcolo del "tasso aggiustato per il rischio" (13). Poiché le metodologie per il calcolo sono molte, vanno specificate e giustificate. L'esperto deve illustrare e giustificare l'uso dei metodi utilizzati (PIV), l'aggiunta di rischi specifici che si aggiungano a sistemi sistematici o per come il metodo adeguato la presenza di rischio paese nel *free risk*.

Questo modello statistico, espone il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare

²⁴Il C.A.P.M. è un modello di equilibrio dei mercati finanziari che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua variabilità, tramite un unico parametro, detto *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo del capitale. Cf. Rossi & Associati, *op. cit.*

$$Ke = Rf + [Rm - Rf] * \beta$$

dove:

- Rf** = tasso privo di rischio
- Rm** = rendimento atteso del portafoglio di mercato
- Rm - Rf** = premio per il rischio del portafoglio di mercato (Equity Risk Premium)
- β** = coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

Il tasso privo di rischio, **Rf**, è stato quantificato con riferimento ai rendimenti del Tesoro Poliennali (oppure: Bund) decennali (dati pubblicati dal Tesoro italiano per gli anni) con scadenza al 31/12/2020 (fonte www.dt.tesoro.it).

oppure

Il **tasso privo di rischio, Rf**, è stato quantificato con riferimento ai tassi di rendimento dei titoli pubblici di lungo periodo (10 anni) emessi dalla B.C.E. nella pagina *yield curve*, per obbligazioni a tasso fisso, con scadenza al 31/12/2020; è stato utilizzato il tasso di rendimento di questi titoli osservati in un lasso di tempo storico recente (dal 31/12/2010 al 31/12/2020) e la data di riferimento della valutazione (PIV 1.21.1)).

Il **premio per il rischio (Equity Risk Premium)** è stato quantificato come la differenza tra la media dei rendimenti di lungo periodo di un portafoglio di titoli azionari e la media dei rendimenti di investimenti privi di rischio di lungo periodo (Fonte: KPMG – Equity Market Risk Premium – Research Summary, 2019). Il premio per il rischio (Equity Risk Premium), è stato determinato utilizzando la metodologia di Damodaran (2012) basata sul mercato borsistico italiano. Oppure il premio per il rischio è stato determinato facendo riferimento alla banca dati specialista Damodaran (Damodaran, 2012) (Fonte: Damodaran, 2012) assumendo il premio per il rischio di mercato per l'Italia (Fonte: Damodaran, 2012) la stima è basata sul rating Italia di Moodys (www.moodys.com).

Il **coefficiente β**, infine, esprime la misura del rischio sistemico e misura quindi la rischiosità specifica della singola attività in relazione a quella del portafoglio di titoli azionari aziendali variando in media al variare dei rendimenti del portafoglio di titoli azionari. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio del portafoglio di titoli azionari finanziari, il quale è non diversificabile. Il fattore β è influenzato da due elementi: il primo è il rischio sistemico cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, maggiore è il rischio), e il secondo è il rischio operativo (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, maggiore è il rischio sistemico), e il terzo è il rischio finanziario (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio sistemico).

La formula con cui si calcola il coefficiente β è la seguente:

dove:

- β** = è la misura del rischio sistemico
- σ** = è la deviazione standard del rendimento dell'attività da valutare
- σ_M** = è la deviazione standard del rendimento del portafoglio di mercato
- ρ** = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

Il coefficiente β si calcola sommare i seguenti valori:



Beta >1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, con ampiezza maggiore del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con ampiezza minore di quella del mercato
0 > Beta >-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, con ampiezza contenuta
Beta <-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, con ampiezza maggiore rispetto al mercato stesso

Il coefficiente β può essere calcolato per le azioni quotate in borsa.

Nel caso in esame, essendo il titolo non collocata su mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate in mercati mobili per settore di rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore β in base alla struttura finanziaria, che tiene conto solo delle attività del settore. Il fattore β è poi stato opportunamente adeguato in considerazione del rischio da cui è priva una società con dimensioni non sufficienti per accedere ai mercati finanziari. Il risultato è in linea con quanto osservato (citare la fonte).

Successivamente è stato generato il costo del capitale dall'indebitamento esistente al termine dei vari periodi, da cui si è dedotta la **beta**, tramite la formula: (oppure: Successivamente è stato generato l'effetto dell'indebitamento esistente nella struttura finanziaria prospettata, appositamente costruita, in modo da pervenire al **beta** di riferimento. Formula:)

$$\beta_u = \beta_e \left[(1 - T) * \frac{D}{E} \right]$$

dove:

- T** = è l'aliquota fiscale sugli oneri finanziari
- D** = indebitamento finanziario
- E** = patrimonio netto

Il **Beta** di riferimento al settore è di, mentre quello adottato è pari a

Il risultato si perviene è pertanto

(eventuale) Infine, sono stati apportati aggiustamenti del tasso, in funzione delle seguenti variabili:

il **Ke** è stato maggiorato di coefficiente alfa, pari a X%, in considerazione dei rischi specifici aziendali (concorrenza, concentrazione clientela, piccole dimensioni, dipendenza da fattori chiave, mancanza società comparabili, ecc.) che si aggiungono a quelli sistematici (IV III.1.45); tale aggiustamento è in linea con quanto osservato (citare la fonte);

il **Ke** è stato maggiorato in modo da compensare la presenza di rischio paese nel *free risk*.

per valutare il **Ke** (o *costo del capitale*) Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base di che qui è stato adottato nella valutazione, è pari a

(o *costo del capitale* *cost of equity side*) A livello teorico andrebbe calcolato ed utilizzato un diverso tasso di attualizzazione per ogni anno (PIV 1.20.1). Tuttavia, viene spesso ammesso l'uso di un unico tasso di attualizzazione per tutti i flussi previsionali (PIV 1.20.2). Anche nel caso in esame si è

FONTI DI CAPITALE	Costo	Peso ponderato
Costo Mezzi propri (costo opportunità)	%	%
Costo indebitamento	%	%
		%

(eventuale) Gli ulteriori aggiustamenti del tasso sono giustificati in funzione delle seguenti variabili:

- in considerazione della minore liquidabilità del soggetto di stima (che non è una società quotata) e della minore dimensione e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai competitori di mercato, si è ritenuto applicabile un premio di rischio sopra calcolato per la maggiore esposizione al rischio specifico del settore; (PIV III.2.3);
- grado di indebitamento, nel caso specifico;
- dimensione dell'impresa, nel caso specifico, considerato che alle imprese di minori dimensioni, a parità di settore, tendono a corrispondere maggiori rendimenti; si è deciso di applicare un coefficiente di dimensione (PIV III.2.4) aumentando il tasso di valutazione del capitale proprio con quanto osservato (citare la fonte);
- (alternativa) Il rischio più alto per via della maggiore dipendenza dai fornitori, e dalla minore clientela, ecc. (PIV III.2.3). Per tale ragione è stato applicato un premio di rischio sopra calcolato per la minore dimensione della *small cap* rispetto ai rendimenti della borsa prima di essere applicato il premio di liquidità pari al.....;
- dell'attività della società nel settore specifico, si è ritenuto di apportare un ulteriore aggiustamento del tasso di costo del capitale proprio pari al.....;
- l'analisi dei piani previsionali redatti dalla società non è stata ritenuta favorevole, pertanto è stato accresciuto il premio per il rischio di un coefficiente di rischio di continuità pari a; si è precisato che tale maggiorazione equivale ad un rafforzamento percentuale del tasso di costo del capitale proprio pari al% dei flussi di risultato attesi (e del *terminal value*);
- il rischio di non continuità è stato valutato in base all'indice di recupero dell'inflazione, in base al quale l'impresa è stata valutata la formula di Fisher applicata al 50% dell'inflazione attesa (...). È stata valutata solo parziale la capacità dell'impresa di recuperare l'inflazione a lungo termine:

$$i_{(rec)} = \frac{1 + i_{(nominale)}}{1 + 0,5 * infl_{(attesa)}} - 1$$

Infine, poiché il costo dei flussi di risultato prospettici è stato previsto un tasso di crescita credibile e giustificabile, coerentemente con le condizioni di mercato (e dei competitori) e di ambiente, nella misura del X%, il tasso che verrà utilizzato per l'attualizzazione sarà pari a **WACC- g** (PIV 1.20.2). Come tasso di attualizzazione è stato invece utilizzato il WACC.

Il tasso di attualizzazione determinato sulla base della indagine e che sarà adottato nella valutazione, è pertanto pari a

SE SI SCEGLIE IL METODO EMPIRICO (SCONSIGLIATO DAI PIV)

Saggio di redditività normale del settore

Il tasso **i** è individuato in riferimento ai seguenti fattori:

- remunerazione reale di un investimento privo di rischio
- remunerazione del rischio d'impresa (*market premium*)

Per il primo si considera il tasso dell'%, rappresentato dai rendimenti nominali del tesoro (o dai BUND tedeschi) a 10 anni scadenza (non depurato dalla componente inflazionistica), la cui aleatorietà è considerata trascurabile.

Per il secondo, nel caso in esame la struttura, i rischi e la consistenza sul mercato, inducono a stimare un livello di rischio pari a %, il quale, aggiunto al precedente fornisce un tasso aggregato pari a %, assunto nella determinazione del %.

Ciò in linea con la prassi, la quale suggerisce di assumere un livello "aggiustato, per il settore ed il tipo di attività in oggetto, di cui il "saggio di redditività normale del settore" è variabile da un minimo del % a un massimo del %.

Tasso di attualizzazione

Caso 1: valutazione meno prudente

Il tasso di attualizzazione è rivisto come se si volesse condurre alla data della valutazione dell'azienda i sovrapensi di cui il valore considera normalmente il rendimento di investimenti privi di rischio quali titoli di stato, pertanto, come in precedenza, si considera il rendimento offerto dai BTP (BUND tedeschi) a 10 anni con scadenza (anche se, prudenzialmente non depurato dalla componente inflazionistica).

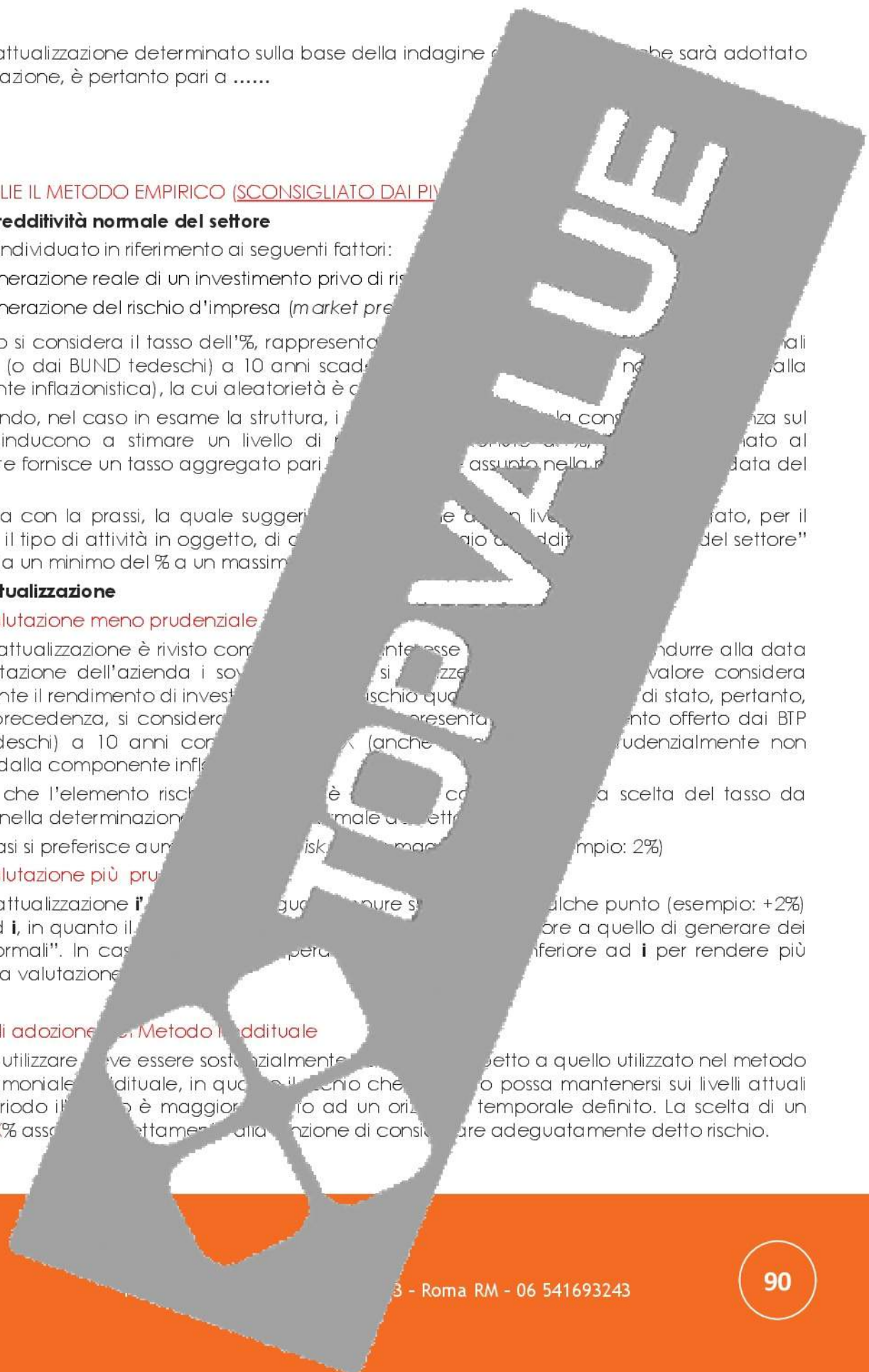
Si ricorda che l'elemento rischio è considerato nella scelta del tasso da applicare nella determinazione del valore normale dell'attività. (In molti casi si preferisce aggiungere un "market risk premium" di esempio: 2%)

Caso 2: valutazione più prudente

Il tasso di attualizzazione **i'** è maggiore di qualche punto (esempio: +2%) rispetto ad **i**, in quanto il rischio è considerato superiore a quello di generare dei "redditi normali". In caso di rischio inferiore ad **i** per rendere più prudente la valutazione si applica il tasso **i**.

Nel caso di adozione del Metodo reddituale

Il tasso da utilizzare deve essere sostanzialmente pari a quello utilizzato nel metodo misto patrimoniale reddituale, in quanto il rischio che il valore possa mantenersi sui livelli attuali per un periodo illimitato è maggiore rispetto ad un orizzonte temporale definito. La scelta di un tasso del X% assumeva direttamente l'azione di considerare adeguatamente detto rischio.



4.2.5. La scelta dell'orizzonte temporale

CANCELLARE I METODI NON UTILIZZATI METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITIVO

Indicazioni dei PIV:

- **n** è generalmente compreso tra 10 e 20 anni, seconda della natura del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda;
- in caso di badwill l'orizzonte temporale è tale da consentire il recupero della redditività normale in continuità (III.3.31).

Tenuto conto di quanto detto, si ritiene che si ritiene sussistano in relazione alla scelta del valore di **n**:

1. il fatto che le condizioni di generazione del sovrareddito sono sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire un corso sostanzialmente prevedibile e fortemente collegate al gruppo dirigente;
2. il fatto che si ritiene sussistano elementi di natura oggettiva di considerare il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo.

Pertanto, si può correttamente individuare l'orizzonte di attualizzazione dei sovraredditi.

METODO REDDITIVO

Nel caso in esame si è preferito adottare la rendita perpetua, non essendoci elementi che giustificano il ricorso ad un arco temporale con durata limitata. L'ipotesi di durata indefinita del reddito è quella che si applica ai redditi di natura stabile e prevedibile. Peraltro, trascorsi un certo numero di anni, la differenza tra il valore attuale di un arco temporale finito e il valore attuale della rendita perpetua diventa trascurabile.

L'arco temporale adottato per la valutazione del sovrareddito in continuità è di regola illimitato (PIV III.1), salvo eccezioni in settori ad elevata variabilità (PIV III.3.31).

(oppure)

Nel caso di durata limitata a **n** anni. La scelta è giustificata dai seguenti motivi (cessioni, fine dell'attività professionale dell'attività, ecc.). (eventuale) Al termine dell'orizzonte temporale **n** è attribuito, nel paragrafo 4.2.8, un valore residuo finale (terminal value).

METODO FINANZIARIO

La scelta dell'orizzonte temporale "finito" è fatto riferimento alla durata dei piani pluriennali con i quali sono stati calcolati i flussi di cassa prospettici, i quali riguardano l'intero periodo di sviluppo dell'azienda, sino all'entrata "a regime".

Il valore terminale è stata calcolata tramite l'attualizzazione, allo stesso tasso, del "Flusso di cassa operativo" (unlevered cash flow) determinato nel paragrafo 2.4, del "Flusso di cassa operativo" (unlevered cash flow) come esempio di applicazione esplicita: tale flusso, infatti, può essere ritenuto

rappresentativo del flusso di cassa "sostenibile" (ossia quello che si ritiene che si realizzerà nel futuro, assumendosi ormai stabilizzati i driver di valore aziendale e di settore, e il cui tasso di crescita è stato normalizzato tenendo conto che...).

(eventuale) Nel calcolo del *terminal value* si è ipotizzato un tasso di crescita "g", quantificato in maniera credibile e giustificata (eventualmente con riferimento a dati specifiche (vantaggi competitivi) e di ambiente, nel caso di un tasso che differisce dal tasso di mercato). Per il calcolo della rendita sarà pertanto pari a **WACC** (ossia il costo del capitale). Nel caso in cui il tasso di crescita del *terminal value* è stato invece utilizzato il WACC.

(eventuale) Si è deciso di limitare l'analisi ai fattori strategici e competitivi che sono emersi in sede di analisi.

Il calcolo del valore residuo aziendale è pari a €.

4.2.6. Applicazione di premi e sconti

Indicazioni dei PIV:

- attraverso il loro uso cautelativo (e che sono ampiamente discrezionali), possono essere applicati premi e sconti (e orientati con riferimento ai risultati attesi e del costo, per accostarla al valore di mercato (III.1.8.1)); per esempio, nei pacchetti di controllo o partecipazioni di minoranza (per i pacchetti di minoranza di società senza mercato attivo, si applicano di solito sconti per le specifiche risorse chiave (key *person discount*), o premi (per i pacchetti di controllo) (1.18.3);
- i premi sono in genere applicati in presenza di situazioni stabili (III.4.6), mentre più difficili da evitare gli sconti (ad esempio, in presenza di situazioni instabili (III.4.7), perché sostituiscono aggiustamenti discretivi del tasso di affluenza;
- l'applicazione di premi e sconti (e di sconti in particolare) individuati presso società quotate può presentare criticità, in quanto i dati di mercato sono difficilmente comparabili per business e dimensione (III.2.1); per quotare i pacchetti di controllo, si applicano premi e sconti in base all'effetto della loro applicazione;
- specificare le circostanze in cui si applicano premi e sconti (differenziale tra transazione e mercato (controllo e borsa) e considerare che tali premi così desunti (o sconti) sono frutto di componenti non necessariamente riferiti al controllo del pacchetto;
- se premi e sconti sono prima desunti dal valore di mercato, vengono desunti da confronti con i pacchetti di controllo, il loro valore è quello di mercato quando questa è la configurazione di valore da ricercare;
- è sconsigliato l'uso di medie di premi e sconti desunti dal mercato se molto diversi tra loro, perché ogni scarto ha natura specifica e non è universale (III.4.5);
- occorre specificare quale variazione dei risultati attesi e/o variazione dei tassi di sconto avrebbero comportato allo stesso risultato (III.4.8);
- se il valore dell'azienda è determinato sulla base del piano dell'azionista di controllo, non vanno più applicati premi e sconti perché il valore espresso è già quello di controllo (III.4.3);
- se i flussi di risultati attesi che considerano i benefici del controllo, si ottiene il valore del controllo sottraendo i flussi di risultato attesi che non considerano i benefici del controllo si applicano sconti alle minoranze.

4.2.7. Aspetti relativi alla fiscalità

Si riepilogano le scelte fiscali effettuate relativamente alla fiscalità addizionale:

In particolare:

- sui risultati economici futuri (o sui flussi di cassa) è stata applicata la fiscalità piena vigente (Ires del 24,0% e Irap del X%);
- sulle rettifiche apportate in sede di bilancio, per i risultati economici futuri è stata applicata la fiscalità piena vigente (Ires del 24,0% e Irap del X%);
- per il calcolo della fiscalità latente è stata applicata l'aliquota Ires dimezzata (12,0%), non manifestata, mentre il capitale debito si manifesterà. (oppure) per il calcolo della fiscalità latente sui beni patrimoniali si è invece applicata l'aliquota del 12,0% sull'imposta prevista dall'art. 176 DPR 917/1986. (eventuale) per le imposte anticipate sulle minusvalenze patrimoniali;
- nel calcolo del WACC, il costo del capitale è stato ridotto del 10% per effetto del risparmio fiscale, equivalente alla aliquota Ires del 24,0%.

4.2.8. Calcolo dei Risultati

CANCELLARE I METODI NON
METODO MISTO PATRIMONIALE

Si è, pertanto, ora in grado di comparare le formule della valutazione aziendale attraverso il metodo **mirrored** **patrimoniale reddituale**.

$$V_e = K_0 + \sum (R_t - K_t) \cdot (1 + i')^{-t}$$

K_0 = patrimonio netto iniziale = € (calcolato nel paragrafo 4.2.3)

R_t = reddito sostenuto (economico) giustificato (paragrafo 4.2.2)

i' = tasso rendimento (economico) giustificato (paragrafo 4.2.4)

i'' = tasso attualizzazione (economico) giustificato (paragrafo 4.2.4)

n = nr anni = (economico) giustificato (5)

In conclusione, dall'applicazione del metodo **Patrimoniale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

Patrimoniale Reddituale si perviene alla



METODO MISTO		VALORE PATRIMONIALE
A) PATRIMONIO NETTO COMPLESSIVO		
B) AVVIAMENTO		
A+B = VALORE AZIENDALE		
Quota % di partecipazione da valutare		100,00%
Sconto minoranza/Premio maggioranza		0,00/0,00%
VALORE DELLA QUOTA		€

METODO PATRIMONIALE

Pertanto, dall'applicazione del **Metodo Patrimoniale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

ATTIVITÀ	VALORE PATRIMONIALE	VALORE COMPLESSIVO
Immobili	0	0
Immobili materiali	0	0
Immobili immateriali	0	0
Immobili finanziari	0	0
Rinviati	0	0
Debiti a lungo termine	0	0
Debiti a medio termine	0	0
Debiti a breve termine	0	0
Debiti correnti onerosi	0	0
Debiti correnti non onerosi	0	0
Fiscali latente su plusvalenze	0	0
VALORE PATRIMONIALE		€ 0
Quota % di partecipazione da valutare		100,00%
Sconto minoranza/Premio maggioranza		0,00/0,00%
VALORE DELLA QUOTA		€



METODO REDDITUALE

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo del valore aziendale attraverso il **metodo reddituale**:

Durata illimitata

$$Ve = \frac{R}{k_e}$$

- R** = reddito sostenibile = € (calcolato e giustificato in base al paragrafo 4.2)
- k_e** = tasso di valutazione = % (calcolato e giustificato in base al paragrafo 4.2)
- n** = orizzonte temporale = (calcolato e giustificato in base al paragrafo 4.2)

In conclusione, dall'applicazione del metodo reddituale si perviene al seguente valore di valutazione dell'azienda:

VALORE AZIENDALE	€ 0
REDDITO SOSTENIBILE	€
TASSO DI VALUTAZIONE	%
VALORE AZIENDALE	€ 0
Quota % di partecipazione da acquistare	100,00%
Sconto minimo per le maggioranze	0,00/0,00%
VALORE FINALE	€

METODO FINANZIARIO - FLUENTI CASH FLOW

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il **metodo finanziario**:

Versione asset side

$$\sum_{t=1}^n Fo_t(1 + K)^{-t} + p_n(1 + wacc)^{-n}$$



F_0 = sono i flussi monetari operativi *unlevered* (cioè privi di passività finanziarie) generati dall'attività operativa (capitolo 4)
 $wacc$ = % = è il costo medio ponderato del capitale (capitolo 4)
 f = X = è il numero di anni di previsione espressa in termini di flussi monetari (capitolo 4)
 Vo_n = € = è il valore residuo dell'azienda al fine dell'anno f (paragrafo 4)

In conclusione, dall'applicazione del metodo di valutazione si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO	VALORE
A) FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI	
Flussi 2022:	
Flussi 2023:	
Flussi 2024:	
Flussi 2025:	0
Flussi 2026:	0
Tasso attualizzato	%
B) VALORE FINANZIARIO	
Flusso regime	0
Nr anni per il ritorno del capitale	0
Tasso attualizzato	0,00%
C) ULTERIORI VALORI AZIENDALI	
+ Beni materiali:	0
- Passività finanziarie nette:	0
+/- Altri elementi:	0
Flusso di cassa attualizzato	€ 0
Quota di partecipazioni detenute	100,00%
Sconto minoranza/Preferenza minoranza	0,00/0,00%
VALORE DELLA QUOTA	€

Prezzo / Utile netto + ammortamenti, detto anche **P/E**

Nome Azienda	2020	2021	2022	2023	2024
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
Media	0	0	0	0	0

Prezzo / Patrimonio netto, detto anche **P/B**

Nome Azienda	2020	2021	2022	2023	2024
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
Media	0	0	0	0	0

oppure

Nella valutazione si può ricorrere al rapporto tra il prezzo di mercato e il valore del Capitale investito operativo²⁵ (Enterprise Value) al netto di tutti i rischi e di tutti i debiti a scadenza (capitale finanziario):

Multiplo del Revenue (EV/Revenue), detto anche **P/R**, in assenza di piani di crescita dell'azienda, il multiplo si calcola con la seguente formula:

$$\text{P/R} = \frac{\text{EV}}{\text{Revenue}}$$

dove

f = fattore di scala

w.a.c.c. = costo medio ponderato

Quindi tale multiplo dipende dall'elasticità delle vendite, che è uno dei più immediati indicatori di performance dell'azienda. In caso di crescita, al WACC occorre togliere il "beta" (il tasso di crescita), e tener presente sia dell'effetto degli investimenti in

²⁵ Per una lista dei principali multipli utilizzati nella valutazione d'aziende si veda: AA.VV. *op. cit.*, pag. 29.



capitale fisso che dell'aumento del capitale circolante. Il costo del WACC (*weighted average costo of capital*), ovvero del costo ponderato del capitale medio, è già stata effettuata nello specifico Paragrafo 3.5, e ha dato luogo al seguente risultato:

Multiplo del Margine operativo lordo, detto anche **EV/EBITDA**, è dato da:

Nome Azienda	2020	2021	2022	2023	2024
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
Media	0	0	0	0	0

Multiplo del Fatturato, detto anche **EV/Sales**, è dato da: $\frac{EV}{Sales}$. Nell'azienda, il multiplo EV/Sales lo si può esprimere anche in termini di: $\frac{EV}{Sales} = \frac{1}{g + WACC}$

Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal costo del capitale $WACC$. Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal costo del capitale $WACC$.

Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal costo del capitale $WACC$. Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal costo del capitale $WACC$.

Nome Azienda	2020	2021	2022	2023	2024
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
Media	0	0	0	0	0

Nella scelta del multiplo si è tenuto conto che il livello di indebitamento aziendale è la variabile principale che determina le differenze tra i moltiplicatori, per cui all'aumentare del debito maggiore sarà il multiplo *asset side* e minore il multiplo *equity side*.

- **Scelta di dati affidabili.** Per poter applicare i moltiplicatori, è necessario disporre di raccolte informazionali affidabili e in riferimento allo scopo specifico. I dati riportati nella presente analisi sono stati ottenuti presso il *data provider*

- **Elaborazione finale dei dati.** I dati riferiti alle diverse società campione, prima di essere utilizzati ai fini della determinazione del valore aziendale, sono sottoposti ad una analisi critica.

(PIV III.1.38) Nell'uso di multipli medi si può ricorrere alla media aritmetica, alla mediana, o alla media armonica.

La prima analisi critica svolta sui multipli adottati per gli stati valutati, per ogni singola azienda presa in considerazione, è quella dei parametri obiettivi dei multipli dell'azienda *target* e delle aziende campione. Si è svolta una analisi di tipo **qualitativo**, individuando tra gli indicatori quelli che presentavano minore dispersione. Infatti, è stato osservato che i dati relativi alle medie dei multipli delle aziende campione, pur essendo in numero limitato, presentano una dispersione dei dati che si scostano molto dalla media. In presenza di dati molto diversi tra loro è opportuno valutare se sia opportuno utilizzare i multipli con valori estremi. Si è in presenza di dati molto diversi tra loro se la dispersione dei dati è tale da compromettere l'omogeneità e la confrontabilità con l'azienda *target*. La dispersione dei dati può anche essere dovuta a una mancanza di significatività dell'analisi, che può essere verificata verificando l'equilibrio tra le diverse utilità. Nel caso in esame, l'analisi qualitativa ha evidenziato che la dispersione dei dati non è tale da compromettere la confrontabilità con l'azienda *target*. Pertanto, non è necessario effettuare le seguenti modifiche.

È stata inoltre considerata la possibilità di negoziare la differenza tra la *target* con i titoli delle aziende campione. Queste differenze sono state in parte risolte, ma non sono facilmente negoziabili, a differenza dell'azienda *target*.

Per questo motivo, è stata adottata la media **armonica** per la determinazione della **liquidità**, pari al

Infine, sono stati considerati i dati relativi alle aziende campione non inclusi nelle suddette stime:

- il valore di mercato delle aziende campione non incluse nelle suddette stime;
- il valore di mercato delle aziende campione non incluse nelle suddette stime, nel complesso aziendale da valutare.

Dall'applicazione dei multipli adottati si è ottenuta la seguente valutazione dell'azienda:

VALORI AZIENDALI	
MULTIPLI	
Moltiplicatore adottato	€ 0
Multiplo adottato	0
P.E. Netto (solo se asset side)	€ 0
VALORE AZIENDALE	€ 0
% di partecipazione da valutare	100,00%

Sconto minoranza/Premio maggioranza

VALORE DELLA QUOTA

4.3 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA

Per ottenere un riscontro sull'attendibilità del metodo di valutazione sviluppato nel capitolo precedente, è stato sviluppato un caso di studio che ha simulato la stima del valore economico dell'azienda oggetto di valutazione secondo il criterio di controllo. In questo caso assume funzione di controllo.

Le due diverse metodologie di valutazione adottate, possono talmente condurre a risultati differenti, ma ciò è da ritenersi normale e ragionevole. Divergenze molto ampie possono quindi mettere in discussione l'intero lavoro svolto.

4.3.1. Profili teorici relativi al controllo di minoranza

Copiare dall'elenco contenuti del paragrafo 4.2.1.

4.3.2. Calcolo dei risultati

Copiare dal paragrafo 4.2.2.

Alla luce di quanto precedentemente valutato, il metodo di controllo conduce ai seguenti risultati:

METODOLOGIA	VALORE
Valore Economico Aziendale	€
Quota % di partecipazione	100,00%
Sconto minoranza/Premio maggioranza	0,00/0,00%
VALORE DELLA QUOTA	€



5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Indicazione dei PIV:

- va formulata una sintesi razionale delle stime ottenute con il metodo adottato;
 - una oscillazione del 10-15%, nei due sensi, attorno al valore puntuale, può essere considerata ragionevole, tenendo conto della natura delle attività di stima (III.1.42);
 - se i risultati sono espressi in forma di range di valori, lo stesso può essere considerato ampio (II.1.3 e III.1.42);
 - la valutazione finale non può essere una media semplice, ma deve tenere conto di criteri di valutazione sulla cui singola affidabilità si è già espresso un giudizio, specie se in presenza di valori dispersi (II.1.3 e III.1.42);
- Indicazione dei PIV riferite alle valutazioni legali:
- quando si fa ricorso a più metodiche e dati, occorre spiegare come è stato ottenuto il risultato: normalmente la media semplice è preferibile, ma occorre spiegare per sé una spiegazione, in quanto i diversi criteri fanno riferimento ad avvenimenti diversi e con diversa importanza (IV.2.10);
 - specificare il peso attribuito ai risultati ottenuti con i diversi metodi (IV.2.10);
 - nelle valutazioni legali il metodo patrimoniale è quello che si applica solo alle attività reddituali, mentre il metodo del saggio di rendimento si applica al capitale (proprio o estraneo) in linea con il rendimento atteso dal mercato per il tipo di attività (IV.2.10).

Sia il metodo adottato (metodo patrimoniale) sia il metodo di controllo (metodo reddituale) convergono su valori molto vicini, con una differenza che è di appena il %.

Si ritiene di non procedere ad una media semplice tra i due metodi, in quanto quello adottato deve essere considerato il più idoneo, come già argomentazioni già espresse al paragrafo 4.1.2.

EVENTUALE Il valore economico del capitale è stato calcolato come media ponderata tra il valore ottenuto con il metodo patrimoniale e quello determinato con il metodo di controllo

Al primo è stata assegnata una ponderazione del X, mentre al secondo una ponderazione del X.

Ciò in considerazione del fatto che il valore ottenuto con il metodo patrimoniale è più affidabile.

La sintesi dei risultati ottenuti è la seguente:

VALUTAZIONE	
METODO ADOTTATO:	_____
Ponderazione:	_____
METODO DI CONTROLLO:	_____
Ponderazione:	_____
VALUTAZIONE AZIENDALE	
Quota % di partecipazione:	_____
Sconto minoranza/Preferenza:	_____ %
VALORE DELLA QUOTA	

Pertanto, alla luce del lavoro svolto e delle metodologie applicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuti in considerazione gli aspetti evidenziate, il valore economico del capitale della **Company srl** è stimato in € (.....).

La valutazione si riferisce al Il sottoscritto ha potuto constatare che non sono intervenuti interni o che inducano a modificare le conclusioni cui si è pervenuto.

oppure

Pertanto, alla luce del lavoro svolto e delle metodologie applicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuti in considerazione gli aspetti evidenziate, il valore economico di una quota di della **Company srl** è stimato in € (.....).

Data, _____

FIRMA DELL'ESPERTO

ALLEGATI

