



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	
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'APPREZZAMENTO ALTERNATIVO	52
4.1	SCELTA DEI METODI PIU' APPROPRIATI.....	55
4.1.1	Analisi dei metodi disponibili.....	56
4.1.2	Selezione dei metodi piu' appropriati.....	57
4.1.3	Definizione della scelta.....	58
4.1.4	Definizione dei principi di selezione.....	59
4.2	SVILUPPO DELLA METODOLOGIA.....	60
4.2.1	Profili teorici relativi al metodo.....	61
	La normalizzazione degli aggregati economici.....	69
	Ricostituzione del Capitale netto espresso a valori correnti.....	70
	Determinazione dei tassi di valutazione.....	71
	Definizione della 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. 2473 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 al paragrafo 4.1.2 della presente relazione, e, in seguito, alla valutazione della partecipazione valutata, applicando i principi di cui al paragrafo 4.1.2, determinati nel paragrafo 4.2.6.

oppure

Oggetto della valutazione è un ramo d'azienda della società valutata, costituito da tutte le attività e le passività necessarie al suo funzionamento, e, quindi, l'intero patrimonio netto della società valutata, costituito da:

L'unità di valutazione è l'intera azienda riferita al bilancio di esercizio della società valutata, e, quindi, l'intero patrimonio netto della società valutata, costituito da:

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è una società complessa, è stata valutata in base ai principi di cui al paragrafo 4.1.2 della presente relazione, e, in seguito, valutata per sommi capi, applicando i principi di cui al paragrafo 4.1.2, determinati nel paragrafo 4.2.6.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è una società complessa, è stata valutata in base ai principi di cui al paragrafo 4.1.2 della presente relazione, e, in seguito, valutata per sommi capi, applicando i principi di cui al paragrafo 4.1.2, determinati nel paragrafo 4.2.6.

1.1.4 Presupposto della continuità aziendale

La valutazione dell'azienda è basata sul presupposto della continuità aziendale² (*going concern*). Si precisa che il presupposto della continuità aziendale è previsto da norme o principi contabili, circostanza necessaria per il verificarsi del presupposto della continuità aziendale, in concreto, di tale presupposto, e, quindi, di tale presupposto della valutazione (PIV III.1.8).

La mancanza di riferimenti a tale presupposto della continuità aziendale non può essere intesa come una garanzia circa la continuità aziendale, e, quindi, di tale presupposto della valutazione (PIV III.1.8).

oppure

L'adozione del presupposto della continuità aziendale non può essere comunque intesa come una garanzia circa la continuità aziendale, e, quindi, di tale presupposto della valutazione (PIV III.1.8).

eventuale

Tuttavia, in base a quanto emerso dai lavori, il sottoscritto dichiara che esistono incertezze riferite 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 (*going concern*) e la liquidazione.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il X (PIV 1.8.3).
La data di riferimento deve essere un dato certo e inderogabile, e deve essere contemporanea (PIV 1.8.3).

eventuale

La presente valutazione deve pertanto intendere riferirsi a dati e informazioni (PIV 1.8.3) che sono state utilizzate solo informazioni storiche e non informazioni prospettive, e senza condizionamenti dai fatti che poi sono realmente accaduti o possono seguire (PIV 1.8.3).

1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dall'organo amministrativo della società per un aumento del capitale sociale con ingresso di nuovi soci, per il riacquisto di quote in caso di recesso di un socio, oppure in vista dell'ingresso di nuovi soci, oppure per fini fiscali (ad esempio, affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, per la liquidazione dell'azienda, ecc.).

1.1.7 La prospettiva della valutazione

La valutazione è stata effettuata con prospettiva degli operatori del mercato (PIV 1.7.3), cioè non è stata in alcun modo influenzata da interessi particolari di specifici soggetti.

oppure

La valutazione è stata effettuata con prospettiva del mercato (PIV 1.7.3), in quanto tiene conto di fattori che accrescono il valore della società (ad esempio, la presenza di un "valore speciale"³ (PIV 1.7.3).

1.1.8 La configurazione del valore aggiunto

Così come richiesto dalla legge, la valutazione si riferisce al **valore economico del capitale**, detto anche **valore economico**, della società oggetto di valutazione. Tale configurazione del valore aggiunto si esprime in termini di valore di mercato, operante sul mercato, e di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento, il valore dei benefici economici offerti dall'unità di valutazione e da essa generabile (PIV 1.6.8).

Il valore intrinseco, quindi esprime il valore di mercato, è funzionale alla capacità di reddito dell'azienda e delle opportunità di crescita, e di investimenti, e di progetti realizzabili sulla base di progetti su cui la stessa si è già impegnata, escluso il valore 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 assenza di un mercato nazionale (senza asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali), non il valore di mercato.

³ Il valore aggiunto è il valore aggiunto che un'attività può generare per uno specifico soggetto, ad esempio, un'attività di ricerca e sviluppo che, sebbene non sia immediatamente realizzabile, è più attraente per quel soggetto (PIV 1.11.2).

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 conto 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, il **valore potenziale** (PIV 1.6.11).

Eventuale. La predetta configurazione è stata ottenuta tenendo conto dei costi di negoziazione (imposte, tasse, mediazioni, ecc.).

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 si è proceduto ed illustrati nel Capitolo 4.

oppure

La valutazione finale è espressa, nei termini di **range ristretto di valori**, 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 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. X**, in via, P.I. X, C.F. .

oppure

Il presente incarico è stato ricevuto dalla **Y**, in via X, P.I. X, C.F. X. L'incarico è stato ricevuto dal Dott. **C. X**, 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 **Y** Dottori Commercialisti Esperti contabili di X – sezione A, al nr **X**, al Registro dei **Y** al nr **X**, non iscritto al Registro dei Consulenti tecnici del Giudice del Tribunale di X e, tenuto conto del settore delle **Y**, attesta, di possedere la competenza e l'esperienza nel campo del **Y** (PIV II.2.5, IV.7.1 e PIV IV.2.2. per le valutazioni legali).

1.2.3 Attestazione di conoscenza del codice

Il sottoscritto dichiara la conoscenza del **Y** al Code of 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 altra natura, che possano compromettere l'indipendenza di giudizio;
- tale requisito di indipendenza non è compromesso dalla associazione professionale/società di cui il medesimo fa parte;
- che l'impegno sottoscritto in qualità di **Y** non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di **Y** determinati;
- che il compenso per il completamento del **Y** non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di **Y** 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 di 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. 17 del D.Lgs. n. 58 del 28.2.1997 (art. 17 del D.Lgs. n. 58 del 28.2.1997) (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.

1.2.6 Attestazioni di adesione

Il sottoscritto dichiara che la presente stima è stata elaborata in conformità a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione del Valore Economico del Capitale (PIV) sottoscritti e approvati.

oppure

Alla luce di quanto previsto dall'art. 17 del D.Lgs. n. 58 del 28.2.1997 (art. 17 del D.Lgs. n. 58 del 28.2.1997) 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 del capitale e che le informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valore (PIV 1.2.1).

1.3 SPECIALISTI

Per la stima del valore economico del capitale si è avvalso della collaborazione del Dott., ingegnere a X, in via X,, degli Ingegneri di X. L'azienda oggetto di valutazione è composta anche da beni (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 pure che non esistono elementi di contesto tali da compromettere che il processo dallo stesso svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili (ovvero, in mancanza dei requisiti di cui all'art. 17 del D.Lgs. n. 58 del 28.2.1997, non si è 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 tra informazioni private e pubbliche, 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 significativi di valutazione possono essere considerati solo se ci sono informazioni disponibili che possono essere considerati dai partecipanti al mercato con diligenza ragionevole e diligenza: occorre considerarli, se inattesi (PIV 1.8.2).

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

Il sottoscritto ha operato con diligenza e obiettività nella acquisizione degli elementi informativi, nelle successive verifiche e nella trattazione dei dati, 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 sufficiente per esprimere un giudizio 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 prospettiche, il risultato di un'indagine di mercato. Il Comitato Italiano di Valutazione ha emanato in data 16.03.2024 il Discussion Paper n.

Non essendo stato specificamente previsto dal mandato di revisione di non essere svolta alcuna attività di *due diligence* né di *audit* sui dati contabili della società (e i bilanci non sono oggetto di certificazione da parte della società), e, inoltre, che la società è (oppure:/non è) dotata di bilanci annuali ai quali il Collegio Sindacale e/o Revisore legale.

(eventuale) La base informativa è costituita unicamente dai bilanci di periodo (PIV 1.4.3).

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

(eventuale) La Direzione aziendale non ha fornito alcuna dichiarazione di completezza ed accuratezza dei dati e informazioni, sulla stessa fornita dalla Direzione aziendale, e/o l'adeguatezza dell'informazione rilevante dalla stessa fornita.

(eventuale) La Direzione aziendale non ha fornito alcuna dichiarazione di completezza ed accuratezza delle ipotesi alla base dei piani previsionali elaborati.

(eventuale) In merito alla individuazione delle passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto si è tenuto conto delle informazioni, in tal senso, dalla Direzione della società, anche in merito alle contenziosità accertate o potenziali rispetto a quelle riferite dalla Direzione aziendale, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto raccogliere informazioni da parte della Direzione aziendale, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto rilasciare dichiarazione di non essere a conoscenza di passività potenziali.

(eventuale) Per la valutazione delle passività potenziali (o di minori attività attese) e ai contenziosi in corso (.....), si è tenuto conto delle informazioni, in tal senso, dalla Direzione aziendale, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto raccogliere informazioni da parte della Direzione aziendale, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto rilasciare dichiarazione di non essere a conoscenza di passività potenziali.

(eventuale) Alla luce dei rischi e dei costi per la società, si precisa che le caratteristiche organizzative e di gestione della società, e gli sviluppi attesi nel mercato di riferimento, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto raccogliere informazioni da parte della Direzione aziendale, e/o la individuazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto ha voluto rilasciare dichiarazione di non essere a conoscenza di passività potenziali.

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

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

(necessario in caso di limitazione delle informazioni) 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/o un parere valutativo con i seguenti limiti ... (PIV 1.5.4).

1.5 IPOTESI DI LIMITAZIONE DELLE 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 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** e hanno una certa possibilità 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 per il calcolo di valori di mercato;
- ✓ 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 di permittenti di risorse energetiche;
- ✓ (eventuale) analisi delle società e dei rapporti di comparazione;

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 compresi i bilanci annuali 2020-2021;
- 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 controindicazioni;
- i Patti parasociali;
- informazioni su contratti, vincoli o fattori che potrebbero influire sul 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 scadenza vero mastri con progressivi;
- stampa dei fornitori per data di scadenza vero mastri;
- informazioni su crediti/debiti in scadenza e prota e più;
- evidenza delle principali operazioni in corso;
- visura Centrale rischi;
- affidamenti distinti tra Conto di Credito e Conto di Debito con indicazione dei tassi applicati ed informazioni circa eventuali rami;
- informazioni sulla presenza di conti correnti e di conti di deposito;
- 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 (risolventi, cautelari, revocatorie fallimentari, altro);
- attestazione del rappresentante della società circa la conoscenza di ulteriori passività potenziali e/o di altri rischi;
- grado di aderenza alle normative e alla legislazione del lavoro;
- richieste di pagamento e di restituzione;
- piani di ripianamento 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;
- prota decreti ingiuntivi e piani di ammortamento;
- valore di gestione di questi periodi ricevuti;
- 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 sede 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 del mercato azionario, sono stati presi in considerazione il portafoglio, misure storiche e prospettiche dell'EFMD Eikon, è stato consultato il sito della banca dati specializzata "Damodaran"⁷ (oppure

Per la stima dei tassi finanziari di medio-lungo periodo sono stati presi in considerazione i tassi di riferimento a

Per il costo dei capitali a debito sono stati presi in considerazione i tassi di riferimento associati al settore aziendale, applicati dai principali istituti di credito, ed in

Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici e finanziari sono stati presi in considerazione quelli di valutazione 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 di riferimento, sono stati effettuati analisi di sensitività e sono state adottate i risultati, sotto il profilo probabilistico, mediano (ovvero gli scenari più probabili) (III.1.24).

Indicazioni del Discussion Paper "L'uso di informazioni finanziarie prospettica nella valutazione d'azienda" (pag. 10)

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

- qualsiasi giudizio riferito all'analisi finanziaria, ovvero alla valutazione, dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie: a) ragionevole; b) ragionevole con alcune limitazioni; c) assenza di ragionevolezza. In caso di giudizio di ragionevolezza limitata, l'esperto può attuare

sono: a) approfondimenti di natura analitica 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 e prospettici; d) affiancamento ai criteri di valutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione di un minore peso nella

identificazione del rischio di un minore peso nella valutazione prospettica di un minore peso nella

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

Le stime prospettive si formano su ipotesi di riferimento 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 di bilancio; (ovvero: 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 d'Italia - informativa 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 (il piano è stato 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 quali condizioni, e in uno specifico scenario);
 - (eventuale) della esistenza di una base ragionevole (derivata dalle condizioni correnti di società comparabili e da fattori economici e finanziari esterni);
 - (eventuale) che sono sviluppate assunzioni per le quali non sono disponibili evidenze contraddittorie;
 - (eventuale) che le assunzioni concorrono a determinare un risultato in contrasto con evidenze contraddittorie;
 - (eventuale, in alternativa ai tre precedenti) che i dati contenuti nelle previsioni che il redattore si attende di verificare, non consentono di intraprendere, sulla base delle informazioni a sua disposizione, le verifiche di cui sopra;
- (eventuale) Il sottoscritto, inoltre, ha in alternativa formulato un'analisi di sensitività (PIV III.1.24) (eventuale) che esista un rapporto di rettifica dei flussi attesi e/o dalla rettifica del tasso di attualizzazione che si applica nel caso di ipotesi (eventuale) 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**; o **condizioni ipotetiche**) e che 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 sopra;
- (eventuale) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai ricavi, ai costi, ed i risultati aziendali effettivi è emersa una buona corrispondenza tra i due dati, e le procedure di valutazione sono affidabili;
- (oppure) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai ricavi, ai costi, ed i risultati aziendali effettivi sono emersi significativi divergenze, attribuibili a fattori ambientali (o alla bassa affidabilità delle procedure di valutazione) e che non consentono di considerare le procedure di valutazione affidabili;
- (eventuale) I piani previsionali della società sono stati redatti 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 degli elementi informativi disponibili, e 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 Previsioni 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 ipotesi, 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 valutati, sulla base della parte del sottoscritto, il quale non ha provveduto ad effettuare un'analisi di bilancio, preferendo tenere conto del grado del rischio di realizzazione del piano di attualizzazione (PIV III.1.2).

(eventuale) Poiché l'azienda è a regime con risultati positivi, stante l'analisi dei piani previsionali (o l'assenza di ragionevolezza dei piani) del sottoscritto, i risultati osservati nel recente passato (esercizi 201X-201Y) sono stati utilizzati (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, sulla base 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.1.2)

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 occorrendo la ragione (II.1.5);
- se è ridotta l'informativa in base ad un'ipotesi, indicare la ragione (I.4.3).

Ai fini della valutazione è stato attribuito maggiore peso all'informazione prospettica, in quanto, a seguito di specifico vaglio, 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 attribuita maggiore informazione corrente, in quanto quella storica non è stata adeguata a rappresentare le capacità aziendali di produrre flussi di risultato, e stante l'analisi dei piani previsionali.

oppure

Ai fini della valutazione è stata attribuita maggiore informazione corrente, in quanto, alla luce della bassa affidabilità delle stime previsionali (**oppure**: dell'elevata incertezza), il sottoscritto ha preferito evitare il peso dell'informazione prospettica (**oppure** ha preferito accorciare l'orizzonte di proiezione) (PIV I.5.5).

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici ed evoluzione

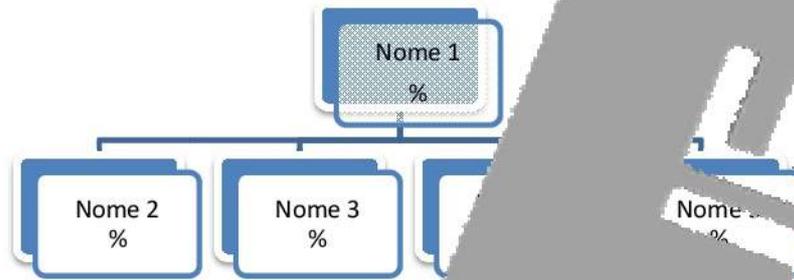
PRESENTAZIONE SOCIETA'	
Ragione sociale:	
Forma giuridica:	
Data costituzione:	
Compagine societaria:	
Governance:	
Date rinnovo cariche:	
Maggioranze assemblee:	
Altre caratteristiche statutarie:	
Società collegate/controllate:	
Sedi:	
<ul style="list-style-type: none"> • Legale • Amministrativa • Operativa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

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 posseduta 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 dal più am... da gestione ordinaria e straordinaria, mentre di Cons... X e Y... 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

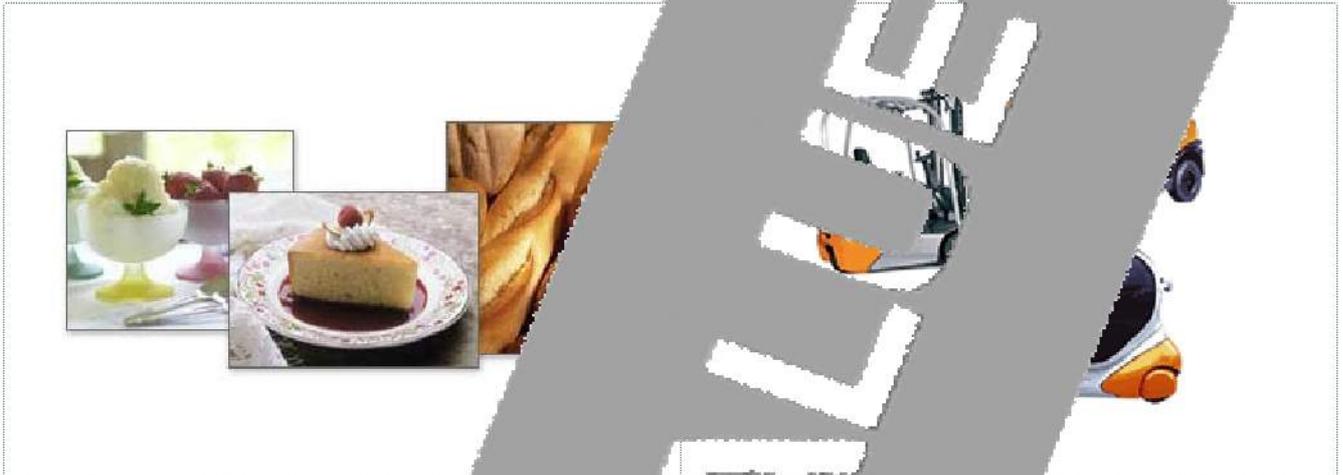
La società è in regime naturale di contabilità ordinaria (eventuale) La società si avvale della trasparenza contabile.
 Specificare se la società è dotata di adeguati sistemi di programmazione e controllo di gestione, se sviluppa regolarmente Budget e se i risultati sono effettivamente conseguiti.
 Specificare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

Evoluzione della società

Nel corso degli anni l'attività è cresciuta da ... a ... e ha raggiunto gli obiettivi ... cresciuta da ... a ...

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





L'evoluzione della struttura della società, per il 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

.....

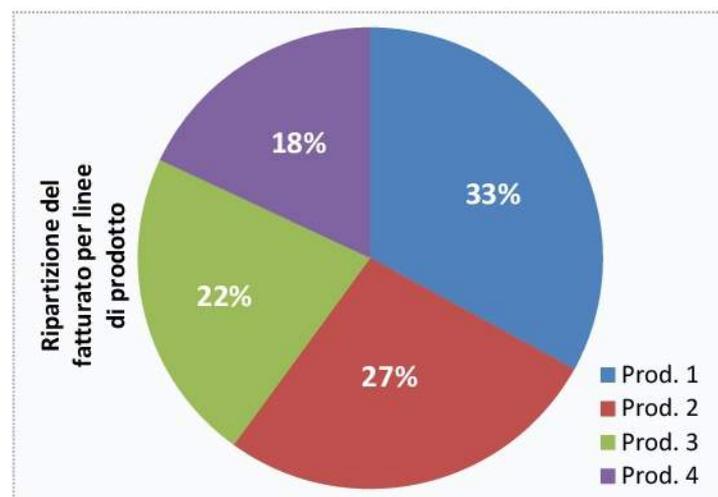
3.1.2 Le aree di business e i prodotti

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

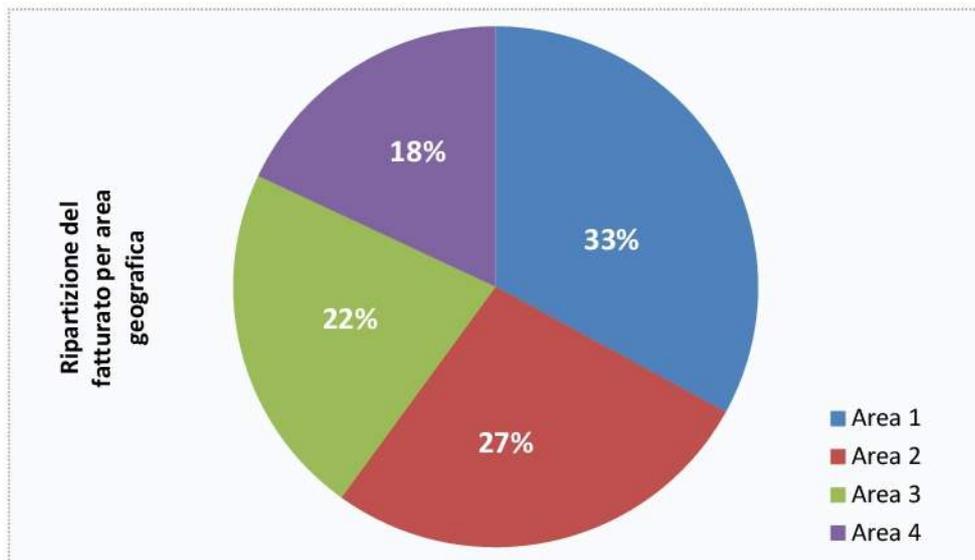
- a)
- b)
- c)

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... • Relazione e-commerce ancora debole; • Difficoltà tras... • Nuova cultura; • Dal... • Prevedibile, la... • Le seguenti... • Affrontare le... • Seg...
<p>Opportunità</p> <ul style="list-style-type: none"> • Legge Bersani e liberalizzazione del... • Vendita di prodotti e... • First mover nella... • Su edicola; • Alto potenziale di... • Allargamento d... 	<p>Rischi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Possibile... • I distributori... • Potenz... • Gregazione di altre... • Vari;

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 del mercato (per segmenti, per aree di qualità/prezzi);
- ripartizione del mercato tra i concorrenti e tendenze evolutive;
- politiche dei concorrenti (produzione, distribuzione, reti di vendita, logistica, e servizi);
- processi di innovazione in atto o in fase di sviluppo.

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

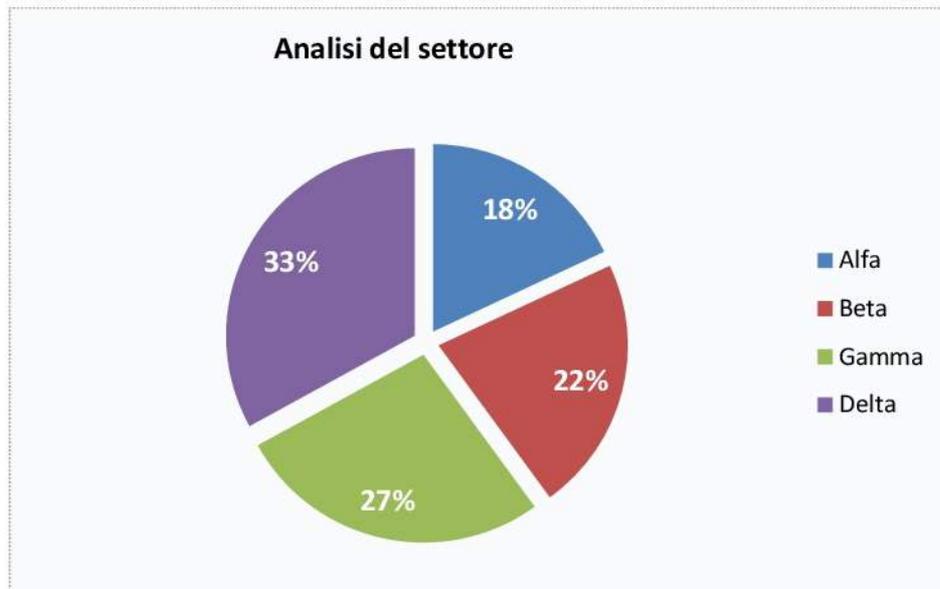
- a livello strategico
- a livello operativo

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

FONTI DI FINANZIAMENTO

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



Affidamenti c

Tipologia	Anni	2024		2025		2026		2027		2028	
		Tasso	€/000								
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale		0									

Mezz lung

Tipologia	Anni	2024		2025		2027		2028	
		Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0
Totale		0							

I PIANI PREVISI

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



Conto economico

	Anni	Storico 2023	Previsionali				
			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	Previsionali				
	Storico 2023	2024	2025	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	0
(+) Saldo Gestione Finanziaria			0	0	0
(-) Imposte d'Esercizio			0	0	0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.		0	0	0	0
(+) Accantonamento T.f.r.			0	0	0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		0	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE			0	0	0
Crediti Commerciali		0	0	0	0
Magazzino Netto		0	0	0	0
Altri Crediti Operativi		0	0	0	0
= Variazione Attivo		0	0	0	0
Debiti Commerciali		0	0	0	0
Altri Debiti Operativi		0	0	0	0
= Variazione Passivo		0	0	0	0
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO		0	0	0	0
Immobilizzazioni Materiali		0	0	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie		0	0	0	0
Disinvestimenti		0	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVITÀ OPERATIVE		0	0	0	0
FREE CASH FLOW		0	0	0	0
Rimborso Finanziario		0	0	0	0
Erogazione di prestiti		0	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO		0	0	0	0
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L		0	0	0	0
Variazioni Capitale e Riserve		0	0	0	00
= SALDO PATRIMONIO NETTO ESISTENTE		0	0	0	0
SALDO PATRIMONIO NETTO 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 indici economici e finanziari.

Indicatori di redditività e gestione					
INDICI	ANNI			Trend	Media Settore
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 e finanziari			Media Settore
	ANNI	2022	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						
	2023	2024	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								—

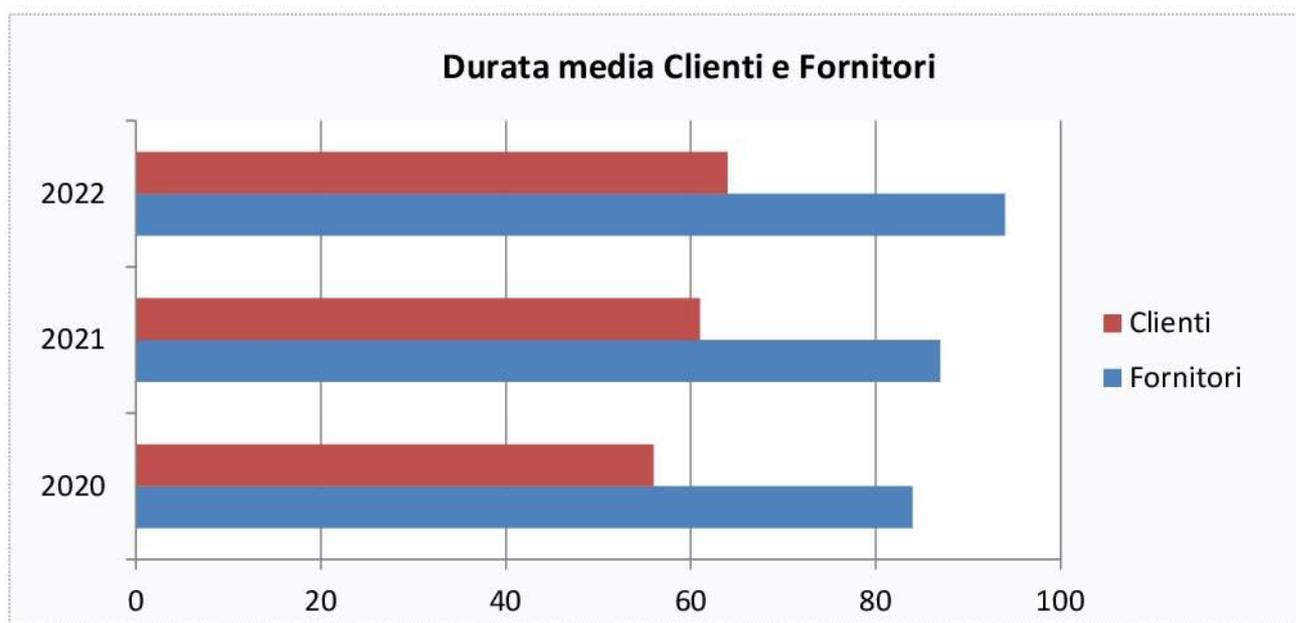
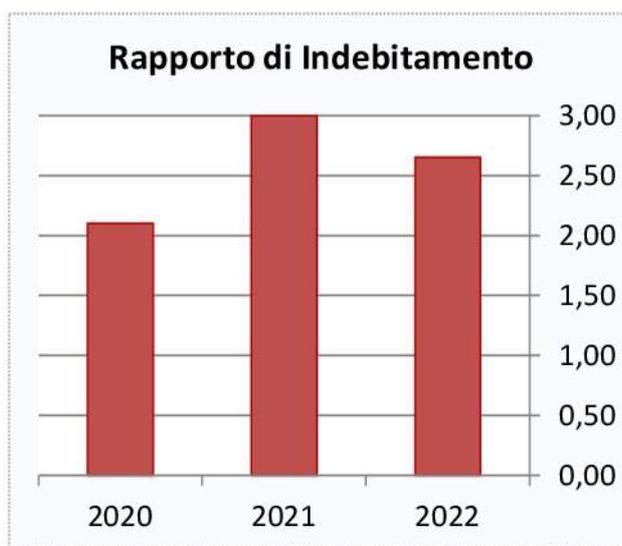
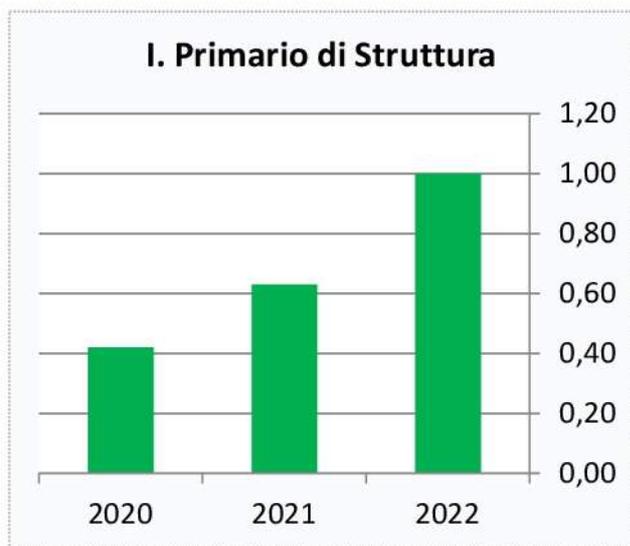
*L' "Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

**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 può avvenire attraverso metodiche tra loro alternative oppure complementari. Esistono tre metodiche (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere di riproduzione o di valutazione con una di utilità equivalente (costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando applicabile) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico e funzionale) dell'azienda di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta il valore dell'azienda in base ai flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è determinato in base ai flussi finanziari generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della distribuzione 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 delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla valutazione comparativa, se e quali esistono indicazioni significative di prezzi di mercato (PIV 5.1.1). I mercati di mercato e che non includano valori o prezzi di mercato (qualche metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio di mercato**).

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

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce al valore dell'azienda in base al patrimonio. Il valore dell'azienda viene determinato in base al patrimonio netto. Il valore viene individuato il valore del patrimonio netto risultante dall'addizione a valori correnti delle singole attività e passività (PIV III.1.1). Il "metodo patrimoniale complesso" vengono applicati anche ai beni immateriali, orientando a valutazione alle correnti (PIV III.1.1) 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.3.31). Le valutazioni reddituali sono in corso di sviluppo nelle situazioni di crisi (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore**: si riferisce alle metodiche relative al "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

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.1.4). Il metodo **asset side** complesso, può essere utile coniugarlo con un metodo **equity side** addizionale per controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici.

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano il Capitale economico netto), o **asset side** (determinano il Capitale economico lordo, al netto dell'indebitamento finanziario) (PIV III.1.1.5).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di cassa futuri, e adottano il tasso equivalente al "costo di opportunità" per gli azionisti, oppure considerano multipli del patrimonio netto o di mercato per gli azionisti;
- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di cassa futuri, e considerano l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del patrimonio netto unlevered (PIV III.1.49) del complesso aziendale unlevered (PIV III.1.49), in modo da ottenere il "Capitale economico netto" sottraendo il valore della "posizione finanziaria" di mercato dalla valutazione.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili per accertarsi che le valutazioni condurranno a risultati coerenti (III.1.1.5).

4.1.2. Individuazione dei criteri di valutazione

Indicazioni dei PIV:

- motivare le scelte dei metodi e procedure e spiegare la scelta una molteplicità di metodi e non uno solo (III.1.1.4);
- specificare e giustificare i criteri di valutazione (1.14.5);
- quando opportuno è specificare i riferimenti ad una pluralità di metodiche di valutazione;
- specificare perché non è stato adottato il metodo (1.14.2).

La dottrina aziendale e i professionisti nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, analizza diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili, il variare e il cambiamento delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri di valutazione ritenuti più appropriati al caso in esame.

(eventuale) Per la stima del valore economico del capitale della società X è stato adottato, come metodo di valutazione, il metodo misto patrimoniale reddituale (Uec), con stima autonoma del valore delle attività immateriali. Il metodo di controllo è stato scelto il XXX.

oppure

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 particolari problemi finanziari (oppure: in quanto attualmente l'azienda genera flussi di cassa positivi/negativi).

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 dalla presenza di particolari problemi finanziari, stabilizzazione dei ricavi, o da una relazione alla durevolezza 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 simili, per individuare il valore economico del capitale della società X, per le seguenti principali motivazioni:

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

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 simili, per individuare il valore economico del capitale della società X, per le seguenti principali motivazioni: che della sua confrontabilità, per tipologia e grado di attività, e che sono facilmente individuate fra quelle quotate.

(eventuale) Nel patrimonio aziendale sono presenti *surplus asset* (attività e passivo, non riconducibili al perimetro core dell'azienda) che non vengono considerati.

-

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

Tali *surplus asset* o *redundant* hanno natura e rischi di rischio tutto diversi rispetto a quelli appartenenti al *core business* e, pertanto, sono stati valutati utilizzando il metodo

...

Ovviamente i "flussi di risultato" utilizzati per la valutazione 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 delle società partecipazioni in società controllate, si è proceduti attraverso il *metodo delle società controllate* alla luce delle differenti attività svolte dalle singole società controllate interconnesse economiche e patrimoniale, non si è ritenuto opportuno procedere al consolidamento dei bilanci.

Pertanto, per la valutazione della società X si è scelto il *metodo delle società controllate*, mentre per quelle delle società controllate è stato ritenuto più adatto il metodo *del patrimonio netto*.

Nella scelta dei *multipli* si è tenuto conto della comparabilità della società X con le aziende simili, per le seguenti principali motivazioni:

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

- 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 di 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 aziende che non hanno un V III.3.32);
- le valutazioni di tipo finanziario sono le più adatte per le aziende in fase di sviluppo ed evoluzione;
- se possibile, sarebbe preferibile utilizzare il metodo reddituale, o un metodo basato su una stima comparativa di mercato (V III.1.6);
- quando la base informativa è limitata, è preferibile scegliere il metodo reddituale (V III.1.1.6).

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

(eventuale) La scelta del metodo reddituale è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, essendo la combinazione delle metodiche del costo e di quelle reddituali, in quanto la creazione di valore è la finalità della attività aziendale, in quanto il metodo che

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

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

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

(esempio: risultati economici, ovvero

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

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

(oppure) La scelta del metodo reddituale, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la stabilità dei risultati, in quanto il 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 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 e 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 alcune previsioni redatti dalla società;
- il rischio di non continuità aziendale.

(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... necessarie per il successivo sviluppo della valutazione... risultato, 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 Concorrenza

La presente perizia viene redatta adottando, come metodologia di valutazione, il **metodo misto Patrimoniale Reddito (Uec)** con stima autonoma del valore del bene.

E' un metodo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore economico dell'azienda, e consiste in una sintesi tra il metodo patrimoniale e il metodo reddituale.

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea, è stato sviluppato dagli esperti C... Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda si parte dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali per poi valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà... in funzione delle prospettive reddituali prospettive dell'azienda (esprese dall'... del "sovrareddito", e la sua successiva... con un tasso... per un periodo limitati anni. Infatti, è ragionevole pensare... di sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare... in un... normale, non permarrà a lungo; soprattutto nel... la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi... dalla... sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione... i sottoredditi non potranno permanere in perpetuo... al contrario, nel... 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_f = 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 caso di valutazione, in maniera appropriata, motivando le scelte compiute, dovranno spiegare la presenza di un reddito maggiore o minore rispetto a quello considerato, e i suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei rispettivi paragrafi.

In particolare:

- R_f 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 titoli di azionari, e beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere valutati separatamente, anche se non vanno ridotti i sovra redditi (PIV III.1.33).
- Il procedimento di riferimento, è quello previsto nel paragrafo 4.2.3;
- il saggio di rendimento i' è il saggio normale, in base alle caratteristiche dell'azienda (incluso il *leverage*), e i'' è il saggio appropriato per la valutazione dei sovra redditi 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 quello previsto nel paragrafo 4.2.4;
 - l'orizzonte temporale n è generalmente di 5 e 10 anni a seconda della persistenza del vantaggio economico riconosciuto. In 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 "overvaluing" per l'acquisizione o formazione di beni immateriali sul piano 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, in modo da rappresentarli in bilancio, evitando, ovviamente, il rischio di sopravvalutazione del patrimonio (PIV III.1.28).

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

Le partecipazioni vanno valutate come partecipazioni in bilancio, anche se esistono notevoli interconnessioni economiche, non vanno formate su un piano consolidato anche sul piano patrimoniale (PIV III.1.28).

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

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

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

Il criterio di valutazione Patrimoniale netto si riferisce direttamente alla determinazione del valore del patrimonio netto economico dell'azienda.

La formula con cui si identifica il valore di valutazione "patrimoniale netto", è la seguente:

$$Ve = K - I$$

Ve = valore economico del patrimonio netto (equity side)

K = valore patrimoniale netto

La formula con cui si identifica il valore di valutazione "patrimoniale complesso", è la seguente:

$$Ve = K - I$$

Ve = valore economico del patrimonio netto

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 - Reddituale - profili tecnici

Il valore economico del capitale della **Company srl** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo reddituale **Puro**, nella configurazione **Equity side**, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto" (net income) ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei

mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito, se di natura certa, può essere reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, e può essere considerata come il reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del reddito atteso economico atteso in futuro. Da un punto di vista matematico, il valore attuale del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita di durata definita, 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 certo e costante, 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), mentre per le aziende che operano 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 citato nel paragrafo 4.2.2;
- il calcolo del tasso di valutazione è citato nel paragrafo 4.2.3;
- la scelta dell'orizzonte temporale è citato 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 globale, 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 attesi, sulla base di una previsione esplicita e sull'attualizzazione del valore terminale, cioè del valore complessivo aziendale al termine del periodo di attualizzazione.

I flussi finanziari da considerare devono essere **disponibili** per coprire gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale. 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 più utilizzate e sono caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per effetto di variazioni consistenti nel capitale circolante; al termine del periodo di previsione e quando si ipotizza un quadro stabilizzato, è preferibile utilizzare un valore terminale reddituale distribuibile; in questi casi il valore terminale, come previsto dal D.C.F. risulta tipicamente dalla attualizzazione di un risultato netto disponibile al periodo, al netto del *reinvestment rate* (PIV III.3.32). Nelle situazioni stabilizzate e stazionarie, il valore terminale è particolare cura nella stima del valore terminale fornito dai flussi di cassa finanziari e reddito (III.1.32). Nelle situazioni stabilizzate e stazionarie, il valore terminale è costituito dai flussi di reddito disponibile e flussi monetari disponibili, 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 un piano di business per il lungo periodo (PIV III.1.35). In genere il piano, che dovrebbe essere approvato dalla struttura di governo di valore (Nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, k_e e $wacc$) e approvato dal management, è esteso, dal *management*, da un periodo di tempo ragionevole; occorre però accertare le finalità per il quale il piano è stato elaborato (investimenti, accesso al credito, espressione delle strategie che si vogliono perseguire, obiettivi di crescita, 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 riportate nel capitolo 2.1.2.

Ai fini della loro attualizzazione, i flussi di cassa operativi 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, ovvero 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 a:

- la **posizione finanziaria netta** esistente alla data di riferimento, tale **F₀** include anche le quote residue sui leasing deterrati (art. 172 del D.Lgs. n. 58/1998) e il fondo 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 utilizzata) 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 (gestione d'azienda)
 ± variazioni circolanti
 ± variazioni 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 economico del capitale investito, il *cash flow* in genere viene utilizzato il w.a.c.c. ("weighted average cost of capital" o "costo medio ponderato del capitale investito"). Il tasso w.a.c.c. è pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e cioè la somma dei costi dei capitali propri e quelli forniti dagli azionisti. Il costo medio ponderato del capitale investito è rappresentativo del 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 *non operating 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.

w.a.c.c. medio di tutti gli anni considerati. Spesso nella prassi si utilizza il tasso medio anche per l'attualizzazione dei flussi relativi al periodo di previsione esplicita. Nel caso in esame, la determinazione del tasso di attualizzazione è basata sul w.a.c.c. medio (PIV III.1.36).

Per la scelta dell'orizzonte temporale "n" in genere si fa riferimento al periodo di tempo con cui sono stati calcolati i flussi di cassa prospettici, e che rappresenta il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, sino all'entrata in vigore di un nuovo piano di sviluppo (PIV III.1.37).

La scelta dell'orizzonte temporale da adottare nel caso in esame è basata sul w.a.c.c. medio (paragrafo 4.2.5), unitamente al calcolo del valore residuo (PIV III.1.36).

La stima del **valore terminale** si presenta molto delicata e si fonda sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione esplicita, l'azienda si stabilizzi in un regime di crescita stabile, in cui si stabilizzano i driver di valore (nopat, ROIC cioè Nopat/Equity side o N.o.p.a.t. per valutazioni Equity side o N.o.p.a.t. per valutazioni Equity side).

Il valore terminale in genere è calcolato attualizzando i flussi di cassa prospettici a un tasso sostenibile (cioè al netto del reinvestimento) di lungo periodo, ad esempio il w.a.c.c. medio per valutazioni Equity side o N.o.p.a.t. per valutazioni Equity side. In alternativa, si può considerare il grado di produrre dopo il periodo "n", eventualmente con un tasso di crescita costante, con i fondamentali; in assenza della stima di tali flussi di cassa, si fa riferimento al settore che essi assumono all'anno "n", ma tale pratica è da considerarsi impropria (PIV III.1.37). **N.o.p.a.t.** non sono stabilizzate (PIV III.1.37).

E' molto importante che ci sia coerenza nell'ipotesi di crescita e nel tasso di crescita (PIV III.1.36):

dove

- g** = saggio di crescita
- IR** = tasso di reinvestimento degli utili
- ROIC** = rendimento el Capitale operativo (ROI)

Cioè un'azienda che reinveste il 20% dei suoi utili e ha un ROIC del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 3%. Se il tasso di crescita è inferiore a quello del settore, il tasso di crescita superi quello del settore, il tasso di crescita è inferiore al tasso di crescita dell'economia in generale (PIV III.1.37). La stima del valore terminale è basata su uno sforzo sul fronte dell'analisi fondamentale (prospettive di crescita, barriere all'entrata, concorrenzialità, ecc.) e sulla comparazione del valore terminale con i competitori aziendali (PIV III.1.37).

Nelle situazioni non stabilizzate, la stima del valore terminale è basata su flussi di cassa annuali (PIV III.1.37).

In genere i tassi di crescita sono calcolati con gli stessi precedentemente utilizzati per attualizzare i flussi di cassa, ed in più il tasso medio di tutti gli anni considerati. Tuttavia, poiché il risultato positivo della formula di capitalizzazione sono diminuiti del tasso di reinvestimento **IR**, allo stesso tempo il tasso di attualizzazione posto al denominatore della formula, viene diminuito di **g** (PIV III.1.37).

Il valore terminale può, in alternativa, essere calcolato con un moltiplicatore in uscita.

Attenzione ancora maggiore va prestata quando il valore terminale (terminal value) ha un forte peso sul risultato finale, anche in presenza di flussi di cassa a regime ben superiori a quelli correnti; il confronto con i valori di mercato è determinato, con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società comparabili, può consistere in un utile controllo (PIV III.1.37). Deve trattarsi di multipli forward, in quanto questi ultimi incorporano prospettive di crescita che a

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 dell'analisi

Il valore così determinato, è poi in genere oggetto di aggiustamenti per le funzioni per le quali:

- il valore di partecipazioni non consolidate, e di partecipazioni in società a partecipazione azionaria (art. 35);
- il valore di eventuali **beni non operativi** (Stato, immobili, beni d'arte, ecc.) non direttamente da valutare;
- eventuali interessi di terzi.

Nella versione *Equity side* come **Fe** viene considerato il valore 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 distribuita 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 (ROI)	
- imposte	
+ Ammortamenti	
+ Accantonamenti	
= Flusso di cassa operativo (fre	per l'azienda)
± Variazioni di capitale circolante	
± Variazioni di capitale fisso	
= Flusso di cassa disponibile (detto "free cash flow" per l'azionista)	
± 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 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 riferisce ai piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa, ovvero 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 sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione, l'azienda entri in fase "inerziale", in cui si stabilizzano i driver di valore (cioè $ROIC$ e g).

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*. Si ritiene l'azienda sia ancora in grado di produrre doppiando il volume di affari, eventualmente con un tasso 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 nella stima del valore terminale con la stima della crescita g , sulla base della formula (PIV III.1.36):

$$g = IR - ROIC$$

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di rendimento del capitale proprio

$ROIC$ = rendimento economico

Cioè un'azienda che investe il 20% del proprio valore e che ha un $ROIC$ prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita sostenibile del 5%. È in genere da escludere che il tasso di crescita sostenibile sia superiore al tasso di crescita del capitale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia. La stima del valore terminale a sua volta tende al tasso di crescita dell'azienda, ma del saggio g richiede uno sforzo sul fronte dell'analisi prospettica (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 fondata 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, tuttavia, 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, è il tasso di g (PIV III.1.37).

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

Allo stesso modo, il valore terminale è stimato quando il valore residuo aziendale (*terminal value*) ha un forte peso, 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 e presentano una fisionomia simile a quella futura dell'azienda (Piv III.1.37). Anche la determinazione dei tassi per il calcolo del *terminal value* 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 dei 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 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 sono determinati in relazione alle grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, *cash flow*, patrimonio netto, ecc.) e con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli ottenuti vengono riferiti alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione. Il multiplo di indicazione di mercato 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 campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore rilevanza all'interno del campione stesso. Nell'uso di multipli medi, è necessario utilizzare i mezzi di mediazione mediana o media armonica (Piv III.1.38).

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda comparabile, possono essere riassunte in:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione analoga
- struttura del capitale e rischi
- stadio di vita affine

Il multiplo in genere viene calcolato sulle attività amministrate in esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti, il peso attribuito è ponderato diverso.

Nella prassi, il "multiplo di mercato" più utilizzato è quello basato sui utili, in quanto piuttosto intuitivo e semplice da calcolare, e che non è soggetto a ipotesi di crescita e di dividendo.

I multipli basati sull'*enterprise value* maggiormente utilizzati sono EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/EBE, EV/EBCE, EV/EBCE/EBE, EV/EBCE/EBE/EBCE, EV/MOL, EV/R.O.

4.2.2. La Normalizzazione dei PIV relativi al Patrimonio Netto

Indicazione dei PIV relativi al Patrimonio Netto (PIV III.1.34) vanno analizzate per verificare se il reddito maggiore o minore rispetto a quello normale.

Indicazione dei PIV relativi al Patrimonio Netto (PIV III.1.34) vanno analizzate per verificare se il reddito maggiore o minore rispetto a quello normale. Le modalità di calcolo dei PIV relativi al Patrimonio Netto (PIV III.1.34) devono essere giustificate (PIV III.3.31). Per le imprese a regime, con reddito stabile, il reddito di lungo periodo è spesso stimato normalizzando i risultati del periodo più recente (quello al XXX) e introducendo adeguati aggiustamenti necessari per tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31). Per le imprese in fase di crescita, è necessario tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31) e dei risultati sino al raggiungimento dell'assetto di reddito stabile (PIV III.3.31). Occorre invece diminuire il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di perdite, e aumentare il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di utili. Occorre invece diminuire il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di perdite, e aumentare il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di utili. Occorre invece diminuire il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di perdite, e aumentare il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di utili. Occorre invece diminuire il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di perdite, e aumentare il **R** della redditività, **R** e **k** in presenza di utili.

In assenza di dati previsionali di *Business Plan*, ed atteso che la società in argomento sia una situazione a regime consolidata nel tempo, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato sulla base dei risultati del periodo più recente (quello al XXX) ed introducendo adeguati aggiustamenti necessari per tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31).

oppure

La determinazione del "reddito sostenibile di lungo periodo" è avvenuta considerando e analizzando i dati previsionali disponibili, previa loro adeguata normalizzazione.

con il metodo finanziario in considerazione della scarsa rappresentatività riscontrata rispetto alla contabilizzazione con il metodo patrimoniale. Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'adeguamento del metodo di calcolo applicata un'aliquota Ires pari al 24,0% ed un'aliquota Irap pari al 3,7% ove le imprese abbiano avuto rilevanza ai fini di detta imposta.

(eventuale) Infine, il reddito medio normalizzato è stato determinato sulla base del calcolo della media ponderata dei redditi normalizzati per gli esercizi 2021-2027 attribuendo a ciascuno di essi un diverso peso. In particolare, il peso è stato attribuito ai redditi correnti, ed un peso minore a quelli storici. (eventuale) Il risultato di riferimento è un peso preminente al risultato d'esercizio conseguito nel periodo di riferimento quanto maggiormente rappresentativo dei risultati aziendali.

Normalizzazione dei Risultati Normalizzati e Rettifiche di Bilancio e Rettifiche di Bilancio

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
RISULTATO ESERCIZIO	0	0	0	0	0	0	0	0
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0	0	0	0	0	0
-Amm.ti e Acc.ti	0	0	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche a Valutaz.	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
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	0	0	0	0	0	0	0
-Eventi straordinari	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altro	0	0	0	0	0	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche Amm.ti per Inflazione	0	0	0	0	0	0	0	0
EFFETTO FISCALE SUL RISULTATO E RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0	0	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Correttivo inflazione	99	99	100	100	101	101	102	102
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Partecipazioni	0	0	0	0	0	0	0	0

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 **NOPT 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 in merito al procedimento di rivalutazione sono state le seguenti:

- 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.

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

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

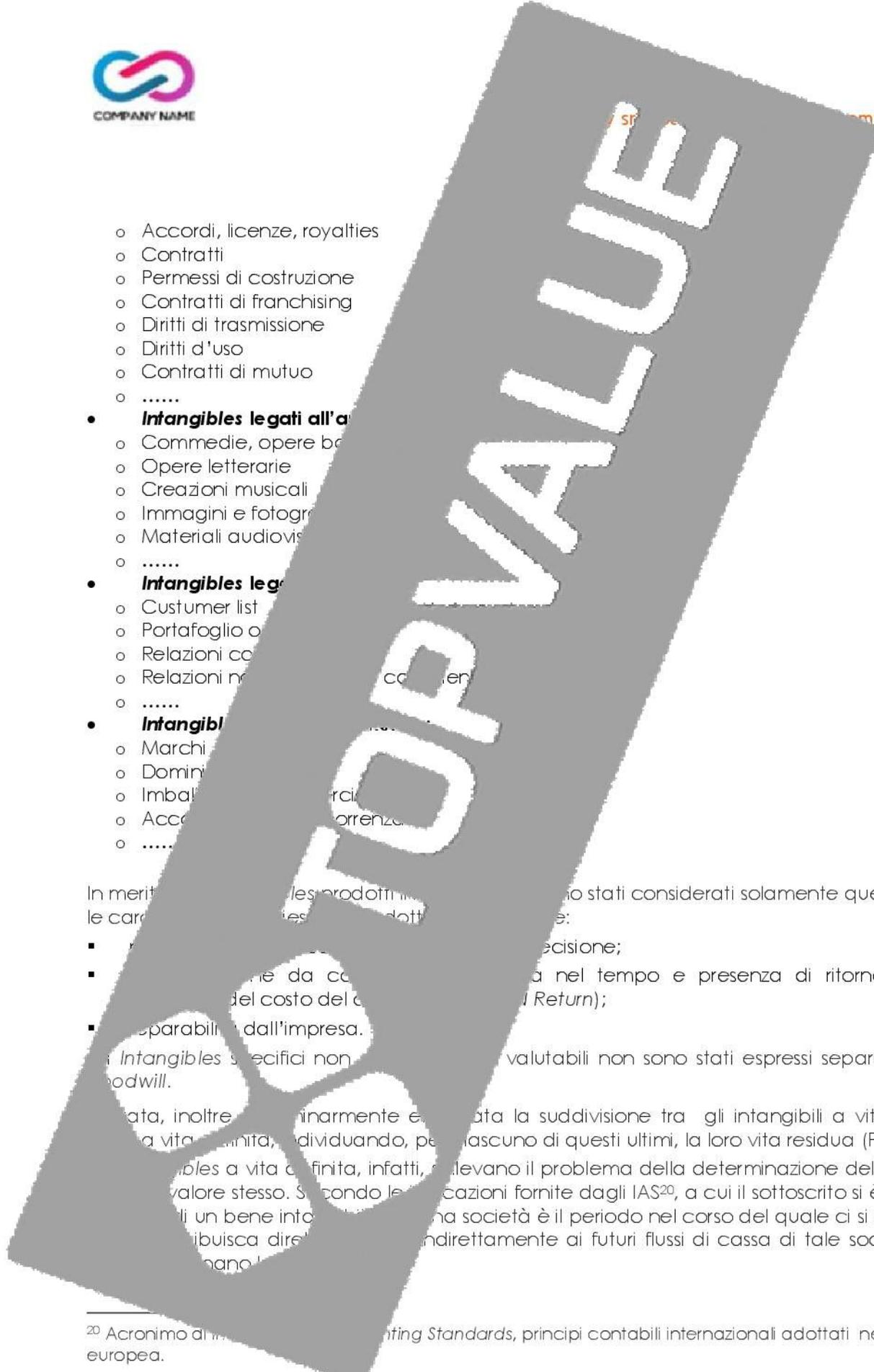
- identificabile; separabile;
- derivante da un contratto o da un'altra disposizione legale e presenza di ritorno economico (costo del capitale e Return);
- separabile dall'impresa.

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 che determinano la vita residua sono:

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



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, vengono prese in considerazione. 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'aliquote dimezzata, essendo né noti né certi i tempi entro cui tale debito fiscale viene estinto. 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 del 20% corrispondente all'aliquota sostitutiva prevista dal comma 2-ter, art. 176, D.P.R. 917/1985 (relativa ai plusvalori 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 viene considerata nella seguente misura:

Voci rivalutate	Carichi fiscali	Maggior valore	Fiscalità latente

Alla luce del descritto procedimento, lo Stato Patrimoniale espresso a valori correnti risulta 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, generalmente nella misura del 20-50%.

ATTIVITA'	Valore contabile netto	Rettifiche	Valore 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		0
Sp. Impianto, Avviam., Altri	0		0
IMMOBILIZZ. FINANZIARIE			0
Partecipazioni - Quote -	0	0	0
Mutui e Crediti Finanziari	0	0	0
Altre Attivita' > 12 mesi	0	0	0
MAGAZZINO			0
Materie Prime e Imb.	0	0	0
Prodotti in Corso -	0	0	0
Prodotti Finiti	0	0	0
DISPONIBILITA' FINANZIARIE			0
Crediti verso Clienti		0	0
Anticipi Fornitori		0	0
Anticipi Fornitori - capitale		0	0
Erario Contabile		0	0
Crediti Diversi		0	0
Ratei Attivi		0	0
Risconti Attivi		0	0
Crediti verso Fornitori		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'investimento 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 fattore della deflazione, di attualizzazione sono diminuiti del tasso di reinvestimento g , di cui si assume il tasso di crescita costante g , il tasso di attualizzazione posto al denominatore viene diminuito di g (PIV III.3.37).

Coerentemente con quanto stabilito al paragrafo precedente, 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 DEI FLUSSI NETTI (FNP) E IL COSTO DEL CAPITALE (C.C.)

Le stime svolte per il calcolo del valore attuale del flusso di risultato atteso, sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al metodo 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 costo del capitale e del rischio prospettato.

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 è stato sommato al "premio del rischio" al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.9). Il tasso si chiama "tasso di costo del capitale" 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 che definisce il "Required Rate of Return". Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Azioni", 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 differente da quello dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare da quello dei capitali propri, 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 medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.) / 2]$, e così via per gli anni successivi. Il flusso di cassa è stato attualizzato al WACC medio di tutti gli anni considerati.

(oppure)

Spesso nella prassi si adotta un 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 un flusso di cassa di flussi di risultato da attualizzare è perpetua, è sufficiente utilizzare 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 di opportunità per un investitore nel capitale proprio dell'azienda.

Per la determinazione del costo del capitale proprio è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*) (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 quelli 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. *Principi di Economia Aziendale*, 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 (Market 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 da Eurostat (fonte www.dt.tesoro.it)).

oppure

Il **tasso privo di rischio, Rf**, è stato quantificato con riferimento ai tassi pubblici B.C.E. nella pagina *yield curve*, per obbligazioni a lungo termine (ad esempio: 10 anni) osservati in un lasso di tempo storico recente (ad esempio: 10 anni) e la data di riferimento della valutazione (PIV 1.21.1)).

Il **premio per il rischio (Equity Risk Premium)** è stato quantificato come la media dei rendimenti di lungo periodo di un portafoglio di titoli azionari, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio (ad esempio: KPMG – Equity Market Risk Premium – Research Summary). Oppure, il premio per il rischio (Risk Premium), è stato determinato utilizzando la media dei rendimenti di lungo periodo del mercato borsistico italiano. Oppure il premio per il rischio è stato determinato facendo riferimento alla banca dati specializzate (ad esempio: Damodaran (Damodaran.edu).....(eventuale: assumendo il premio per il rischio determinato in Italia dalla 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 dei rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio del mercato. Il coefficiente β è influenzato da fattori finanziari, il quale è non diversificabile. Il fattore β è influenzato da fattori operativi, il quale è diversificabile. L'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, maggiore è il rischio), e il grado di diversificazione operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, maggiore è il rischio sistemico), e il grado di indebitamento, più è alto 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 determina 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 l'azienda non quotata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate nei mercati mobili per settore di rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore β di riferimento, sulla 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. L'adeguamento è in linea con quanto osservato (citare la fonte).

Successivamente è stato generato il costo del capitale, tenendo conto dall'indebitamento esistente al termine dei vari periodi, secondo il metodo del **WACC**, tramite la formula: (oppure: Successivamente è stato generato l'effetto del costo del capitale, tenendo conto dall'indebitamento esistente nella struttura finanziaria prospettata, secondo il metodo del **WACC**, appositamente costruita, in modo da pervenire al β di riferimento. La formula è:)

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

dove:
T = è l'aliquota fiscale applicata sugli oneri finanziari
D = indebitamento finanziario
E = patrimonio netto

Il β di riferimento da fonte specializzata per il settore è di, mentre quello adottato è pari a Il fattore β si perone è pertanto

(eventuale) Infine, sono stati apportati gli 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);

per compensare in modo adeguato la presenza di rischio paese nel *free risk*. Il tasso di attualizzazione (per valutazioni *in fine*) Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base delle variabili che qui sono state considerate sarà adottato nella valutazione, è pari a

(eventuale) (eventuale *conservativity 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	peso ponderato
Costo Mezzi propri (PIV 1.20.1)	%
Costo indebitamento (PIV 1.20.2)	%
	%

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

- in considerazione della qualità di liquidabilità del soggetto di stima (che non è una società quotata) e della forza commerciale relativamente richiesta ai fornitori, se considerata la media di mercato, si è ritenuto applicabile un premio sopra calcolato per maggiore rischio specifico; (PIV III.2.3);
- grado di indebitamento, caso specifico;
- dimensione dell'impresa, caso specifico, considerato che alle imprese di dimensioni medie e grandi, a parità di settore, si è deciso di applicare un premio (PIV III.2.4) aumentando il tasso di valutazione con quanto osservato (citare la fonte);
- (alternativa) Il rischio più alti per via della maggiore dipendenza dai fornitori, e clienti, ecc.(PIV III.2.3). Per tale ragione è stato applicato un premio di rischio *small cap* rispetto ai rendimenti della borsa primario e di mercato;
- della società, caso specifico, si è ritenuto di apportare un ulteriore premio di liquidità pari al.....
- l'analisi dei piani previsionali redatti dalla società non è stata favorevole, pertanto accrescendo il premio per il rischio di un coefficiente di rafforzamento percentuale dei flussi di risultato attesi (e del *terminal value*);
- il rischio di non continuità di attività, in base all'analisi di settore e dell'inflazione, in base all'analisi di settore è stata utilizzata la formula di Fisher applicata al 50% dell'inflazione attesa (...), valutata solo parziale la capacità dell'impresa di recuperare l'investimento 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 competitive 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 inferiore all'%, il quale, aggiunto al precedente fornisce un tasso aggregato pari all'%, assunto nella determinazione del %.

Ciò in linea con la prassi, la quale suggerisce di assumere un livello di rischio "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 prudentiale

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 tasso normale di settore (In molti casi si preferisce aggiungere un "market risk" maggiorato, 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 di generazione di reddito è 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 uguale 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 solitamente l'accezione 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 5 e 10, 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 (PIV 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 oggettive, 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 a un arco temporale con durata limitata. L'ipotesi di durata indefinita del reddito è quella che si applica ai redditi di natura patrimoniale. Peraltro, trascorsi un certo numero di anni, la differenza tra il valore attuale di un arco temporale e il valore attuale della rendita perpetua diventa trascurabile.

L'arco temporale adottato per la valutazione in continuità è di regola illimitato (PIV III.1), salvo eccezioni in settori in cui il reddito è destinato a esaurirsi in settori ad elevata variabilità (PIV III.3.31).

(oppure)

Nel caso in esame l'arco temporale è limitata a nr X anni. La scelta è giustificata dai seguenti motivi (cessioni, esaurimento professionale dell'attività, ecc.). (eventuale) Al termine dell'arco temporale, 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 (terminal value) è stata calcolata tramite l'attualizzazione, allo stesso tasso, del flusso di cassa operativi determinato nel paragrafo 2.4, del "Flusso di cassa operativo" (*unlevered cash flow*) come esempio di esercizio di valutazione 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 in cui il tasso di crescita ipotizzato per il calcolo della rendita sarà pertanto pari a **WACC** (ossia il costo del capitale) e 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...

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 orientati con riferimento ai risultati attesi e del costo, per accostarla al valore di mercato (III.1.8.1);
- per i pacchetti di controllo o partecipazioni di minoranza (per i pacchetti di minoranza di società senza mercato attivo, si applicano le diinde e le specifiche risorse chiave (key *person discount*), o per i pacchetti di minoranza di società con mercato attivo (1.18.3);
- i premi sono in genere applicati in presenza di condizioni favorevoli (III.4.6), mentre più difficili da evitare gli sconti (ad esempio per mancanza di liquidità (III.4.7), perché sostituiscono aggiustamenti discretivi del tasso di affue);
- l'applicazione di premi e sconti individuati presso società quotate può presentare criticità, in quanto i pacchetti di controllo sono generalmente comparabili per business e dimensione (III.2.1);
- per i pacchetti di minoranza di società quotate, si applicano premi e sconti in base alla parità di condizioni, valori maggiori per effetto della loro dimensione (III.2.1);
- specificare le condizioni 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 di minoranza (III.2.1);
- se premi e sconti sono prima applicati al 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 (III.2.1);
- è scoraggiato 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 pacchetti di minoranza 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 (III.2.1);
- se i pacchetti di minoranza non considerano i benefici del controllo si applicano premi (III.2.1);

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 risparmio fiscale, equivalente alla aliquota Ires del 24,0%.

4.2.8. Calcolo dei Risultati

CANCELLARE I METODI NON PATRIMONIALI
METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

Si è, pertanto, ora in grado di esprimere la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il metodo **mixto Patrimoniale Reddituale**:

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

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

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

i' = tasso rendimento (calcolato nel paragrafo 4.2.4)

i'' = tasso attualizzazione (calcolato nel paragrafo 4.2.4)

n = nr anni = 5 (giustificato nel paragrafo 4.2.5)

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

Patrimoniale Reddituale si perviene alla



METODO MISTO		VALORE PATRIMONIALE
A) PATRIMONIO NETTO CO		
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 COMPLESSO
Immobiliari		0
Materiali		0
Immobiliari non materiali		0
Immobiliari finanziari		0
Risorse finanziarie		0
Risorse finanziarie a breve		0
Debiti a lungo termine		0
Debiti a medio termine		0
Debiti a breve termine		0
Debiti a lungo termine		0
Debiti a medio termine		0
Debiti a breve termine		0
Debiti a lungo termine		0
Debiti a medio termine		0
Debiti a breve termine		0
Fiscali latente su plusvalenze		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 della quota di capitale 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 alla seguente valutazione dell'azienda:

VALORE AZIENDALE	€ 0
REDDITO SOSTENIBILE	€
TASSO DI VALUTAZIONE	%
VALORE AZIENDALE	€ 0
Quota % di partecipazione da acquistare	100,00%
Sconto minimo da applicare ai maggiori rischi	0,00/0,00%
VALORE FINANZIARIO	€

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* (capitale proprio) (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 (capitolo 4)
 Vo_n = € = è il valore residuo dell'azienda al fine dell'anno f (paragrafo 4)

In conclusione, dall'applicazione del metodo si perviene alla 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:	0
Tasso attualizzato:	0,00%
C) ULTERIORI AZIENDALI	
+ Beni:	0
- Passività:	0
+/- Altri:	0
Flusso	€ 0
di partecipazioni:	100,00%
Sconto minoranza/Preferenza:	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 debiti e rischi finanziari (Capitale investito netto):

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

$$\text{P/R} = \frac{\text{Prezzo di mercato}}{\text{Revenue}} \times \frac{\text{EV}}{\text{Capitale investito netto}}$$

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 "tasso di crescita", e tenere 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**, si può esprimere come il rapporto tra il valore dell'azienda, il multiplo EV/Sales lo si può esprimere come il rapporto tra:

$$(1 - g) \cdot WACC$$

Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal costo del capitale $WACC$, che è uno dei più immediati indicatori di performance per le imprese. Per calcolare il WACC occorre togliere "g" (il tasso di crescita) e moltiplicare per il costo degli investimenti in capitale fisso che dell'aumento del capitale circolante. Il costo del capitale fisso 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

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 moltiplicati, 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, mediana, o media armonica.

La prima analisi critica svolta sui multipli adottati è stata valutata, per ogni singola azienda presa in considerazione, in riferimento ai obiettivi dei multipli dell'azienda *target* e delle aziende campione. È stata fatta un'analisi di tipo **qualitativo**, individuando gli indicatori che presentavano minore dispersione. Infatti, è stato osservato che, in genere, le medie dei multipli delle aziende campione, pur essendo in dispersione, non presentano 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 ridurre la significatività dell'analisi. In presenza di dati molto diversi tra loro, il rapporto medio quadratico medio del multiplo esprime una dispersione elevata. In presenza di dati molto diversi tra loro, non effettuare le seguenti modifiche.

È stata inoltre considerata la possibilità di negoziare la *target* con i titoli delle aziende campione. Queste negoziazioni sono facilmente negoziabili, a differenza dell'azienda *target*.

Per questo motivo, sono stati considerati i **sconti di liquidità**, pari al

Infine, sono stati considerati i **debiti finanziari** non inclusi nelle suddette stime:

- il valore di;
- il valore di non relativi al complesso aziendale da valutare.

Dall'applicazione dei **multipli** alla seguente valutazione dell'azienda:

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 modello di valutazione sviluppato nel capitolo precedente, è stato sviluppato un secondo modello di valutazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima, adottando il criterio di valutazione di controllo. In questo caso assume funzione di controllo.

Le due diverse metodologie di valutazione adottate, possono naturalmente 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

Copiare dall'elenco contenuti nel paragrafo 4.2.1.

4.3.2. Calcolo dei risultati

Copiare dal paragrafo 4.2.2.

Alla luce di quanto precedentemente valutato, l'adozione del criterio di controllo conduce ai seguenti risultati:

METODOLOGIA	VALORE
Valore Economico del Capitale	€
VALORE 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 dei dati 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 di diversi criteri non ha senso per sé una spiegazione, in quanto i diversi criteri fanno riferimento ad avvenimenti e circostanze diversi (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 alle attività reddituali indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio o di mercato) 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, la differenza massima 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 è stato argomentato nelle 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

