



COMPANY NAME



COMPANY SRL

Relazione di valutazione alla data dell'01.01.2025

Rimini, 30 giugno 2025

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 APPREZZAMENTO DELL'INFORMAZIONE	
2.1.1	Dati.....	33
2.1.2	Ipotesi.....	33
2.1.3	Peso assegnato ai vari tipi di informazioni.....	34
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 I VALORI DI RIFERIMENTO.....	46
3.3	I BILANCI STORICI.....	47
3.4	I PIANI PREVISIONALI.....	48
3.5	L'ANALISI DEI DATI.....	49
3.6	ESAME DEL RISCHIO.....	50
3.7	L'ANALISI DELLA LIQUIDITA'.....	51
4	L'APPREZZAMENTO ECONOMICO	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	La scelta e l'adattamento.....	58
4.1.4	Definizione dei principi di riferimento.....	59
4.2	SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA.....	60
4.2.1	Profili teorici relativi al metodo adottato.....	61
	La normalizzazione degli aggregati economici.....	69
	Ricostruzione del Capitale netto espresso a valori correnti.....	70
	Determinazione dei tassi di valutazione.....	71
	Scelta dell'orizzonte temporale.....	72

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

1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima

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

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

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

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

oppure

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

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

oppure

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

(eventuale)

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

1.1.2 Identità del committente e dei destinatari

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

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

1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della valutazione è l'intero patrimonio sociale della società a X
oppure

Oggetto della valutazione è una quota di partecipazione pari a X% del capitale sociale della società. Quindi
proceduto, dapprima, alla valutazione della intera società, applicando i principi di cui al paragrafo 4.1.2 della
partecipazione previa applicazione di adeguati coefficienti di riduzione per effetto di minoranza,
determinati nel paragrafo 4.2.6.

oppure

Oggetto della valutazione è un ramo d'azienda, costituito da un complesso di attività e passività che include le
attività e le passività necessarie al suo funzionamento, e che è in grado di operare in modo indipendente.

L'unità di valutazione è l'intera azienda riferita alla data X.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è un'attività complessiva, è stata valutata in base ai dati e ai documenti che essa possiede in aree di
business e in seguito valutata per sommi capi (PIV 1.1.2). I metodi con cui sono
state valutate le singole unità di valutazione sono indicate e descritte nel paragrafo 4.1.2.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è un'attività complessiva, è stata valutata in base ai dati e ai documenti che essa possiede in aree di
business e in seguito valutata per sommi capi (PIV 1.1.2). I metodi con cui sono
state valutate le singole unità di valutazione sono indicate e descritte nel paragrafo 4.1.2.

1.1.4 Presupposto della continuità aziendale

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

La mancanza di riferimenti a tali presupposti di continuità aziendale non può essere intesa come una garanzia circa la continuità dell'azienda, ma solo come un'indicazione ad operare come una entità in funzionamento.

oppure

L'adozione del presupposto di continuità aziendale non deve essere comunque intesa come una garanzia circa la continuità dell'azienda, ma solo come un'indicazione ad operare come una entità in funzionamento.

eventuale

Tuttavia, in base a quanto emerso dai lavori, il sottoscritto dichiara che esistono incertezze in merito alle prospettive di continuità aziendale, la quale, pertanto, deve essere intesa come continua (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 della continuità economica è stata effettuata in base a due diversi presupposti: la continuità della attività (o *going concern*) e la liquidazione.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il X (PIV 1.1.2), pertanto intendendo una data contemporanea (PIV 1.8.3).

eventuale

La presente valutazione deve pertanto intendere informazioni (PIV 1.1.2) che sono state utilizzate solo informazioni storiche e non informazioni previsionali, senza condizionamenti dai fatti che poi sono realmente intervenuti in seguito (PIV 1.1.2).

1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dall'organo di amministrazione della società per un aumento del capitale sociale con ingresso di nuovi soci, per un aumento del capitale sociale con ingresso di nuovi soci, **oppure** in vista dell'ingresso di nuovi soci, **oppure** per fini di affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, **oppure** per fini di affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, **oppure** per fini di affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, 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 particolari interessi dei soggetti.

oppure

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

1.1.8 La configurazione del valore aggiunto

Così come richiesto dalla legge, la presente ricerca del **valore economico del capitale**, detto anche **valore economico**, della società oggetto di valutazione. Tale configurazione esprime l'apprezzamento che un qualunque soggetto razionale operante sul mercato, in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in merito ai benefici economici offerti dall'unità di valutazione e dalle sue prospettive (PIV 1.6.8).

Il valore intrinseco quindi esprime il valore che è funzionale alla capacità di reddito dell'azienda "as is" e delle opportunità di crescita realisticamente realizzabili sulla base di progetti su cui la stessa si è già impegnata, escluso il ricorso a 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 speciale è il valore aggiunto che un'attività può generare per uno specifico soggetto, ad esempio, in caso di un'attività che genera un margine speciale, o in caso di un'attività che è più attraente per quel soggetto (PIV 1.1.2).

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. in via, P.I. X, C.F.;

oppure

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

1.2.2 Attestazione di competenza professionale

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

1.2.3 Attestazione di appartenenza al Codice

Il sottoscritto dichiara la propria appartenenza al Codice di Principles of Professional Valuer dell'IVSC⁵.

1.2.4 Attestazione di indipendenza

- Il sottoscritto dichiara:
- di non essere legato al cliente né al datore di lavoro della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale che possano compromettere la sua indipendenza di giudizio;
 - che tale requisito di indipendenza non è compromesso dalla associazione professionale/società di cui il medesimo fa parte;
 - che l'incarico sottoscritto in qualità di esperto non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di dati e informazioni determinati;
 - che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di dati e informazioni 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 passivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale l'errore di stima;

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

oppure

Il sottoscritto esperto dichiara di agire in qualità di consulente di parte e di non essere incaricato (PIV II.1.3).

1.2.5 Dichiarazione di presenza di ostacoli alla valutazione

Il sottoscritto dichiara la presenza dei seguenti ostacoli (diretti o indiretti), ma ritiene che la circostanza non sia di ostacolo alla valutazione in quanto ininfluenza sul risultato.

1.2.6 Attestazioni di adesione

Il sottoscritto dichiara che la presenza di ostacoli è stata valutata in modo conforme a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione e che il sottoscritto ha espresso la sua adesione.

oppure

Alla luce di quanto previsto dal presente regolamento, il sottoscritto si è discostato dai PIV in relazione a ...; tale eccezione ha i seguenti effetti sulla valutazione finale (PIV 1.2.2).

1.2.7 Attestazione di competenza e giudizio

Il sottoscritto dichiara di possedere la competenza e l'esperienza ritenute necessarie per esprimere un giudizio in merito al valore economico delle attività e passività disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valore (PIV 1.2.1).

1.3 SPECIALISTI

Per la stima di valore di alcuni specifici beni si è avvalso della collaborazione del Dott....., ingegnere in via X, n. X, iscritto negli 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 dal citato specialista, e che pure che non esistono elementi di contesto tali da far pensare che il processo dallo stesso svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili (ovvero, in mancanza dei seguenti limiti...., non sono in grado di esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati ottenuti dallo specialista).

1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate

Indicazioni dei PIV:

- si dovrebbe garantire, per quanto possibile, la completezza della base informativa formale;
- più è ristretta la base informativa maggiore è l'incertezza e la necessità di ricorrere a criteri di supporto (1.5.8);
- in caso di limitazioni gravi, se mancano i presupposti per esprimere un giudizio, l'esperto si deve rinunciare all'incarico (1.5.4). E' l'esperto che deve valutare se i dati esistenti e quelli da raccogliere quali non possono essere utilizzati per la valutazione e la data di redazione della relazione dipende dalla natura e dalla fonte delle informazioni e 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, eventi straordinari e di valutazione possono essere considerati solo se documentati e verificati e non possono essere considerati dai partecipanti al mercato con diligenza: occorre valutare l'attendibilità delle informazioni (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 con l'obiettivo di acquisizione degli elementi informativi, nelle successive fasi della relazione, nella trattativa, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dalle valutazioni.

La valutazione è stata effettuata in base alle informazioni disponibili fino ad arrivare ad una base di dati e informazioni esaurienti e che ha permesso di arrivare a delle indicazioni attendibili e ragionevoli per i giudizi futuri.

Pur senza effettuare alcun tipo di *due diligence*, la documentazione è stata analizzata dal sottoscritto con il necessario *professional skepticism* (PIV 1.5.1). E' stata, inoltre, verificata l'attendibilità e la reciprocità dei dati valutativi.

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

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

⁶ I citati PIV sono infatti, se l'esperto si formi un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettive, il Documento Italiano di Valutazione ha emanato in data 16.03.2025 il Discussion Paper n.

Ovviamente, l'azienda rimane unica responsabile della veridicità delle informazioni prospettiche, in quanto l'attività svolta dal sottoscritto non è da intendere come una certificazione del tipo ISAE 3400 (III.1.24).

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

(eventuale) I piani previsionali redatti dalla società sono stati confrontati con i termini e le condizioni per le ragioni dettagliatamente indicate nel paragrafo 1.4.3).

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

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

Il sottoscritto dichiara che le informazioni formate dai materiali disponibili alla data della valutazione, sono ragionevoli e sufficienti ad esprimere un giudizio di merito (IV.1.1 e 1.4.3).

(eventuale)

Il sottoscritto dichiara che a sua conoscenza non vi sono informazioni ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinario processo di due diligence (1.4.3).

(eventuale)

Il sottoscritto ha ottenuto dalle società la garanzia di completezza ed accuratezza dei dati e informazioni (queste informazioni sono state verificate dalla Direzione, tutti i fatti economici, tecnici e contrattuali sono stati presi in considerazione, e non è conoscenza di ulteriori passività, anche se non è conoscenza di tutte le passività).

(eventuale)

Il sottoscritto ha ottenuto dalla società la garanzia di responsabilità in merito alle ipotesi alla base dei dati e informazioni dalla stessa società e dichiarazione da parte del management di non essere a conoscenza di fatti e circostanze che non siano stati considerati nel piano (PIV III.1.24).

1.4.2 Limitazioni all'uso informazioni

1/2025, intitolato "L'uso di informazione finanziaria nella valutazione d'azienda", rinvenibile sul sito www.fondazioneoiv.it con la "finalità di fornire linee guida e principi che possano aiutare l'esperto a valutare un piano informativo o, più in generale, la proiezione di dati attesi". E' utile ricordare che l'indicato Discussion Paper riporta che "L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse lo stesso ruolo professionale ritenga che l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa del valore d'azienda (pag. 5)".

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere basate 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 al XX, e dei piani strategici e previsionali predisposti e approvati dalla società;
- **(eventuale)** i documenti esaminati relativi ai piani di costruzione, sono stati oggetto di analisi critica della loro credibilità e plausibilità;
- **(eventuale)** la Direzione aziendale non ha valutato l'impatto di merito alle ipotesi alla base dei piani previsionali di cui è basata la presente valutazione;
- **(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 e limitative su 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 assunte non necessariamente ci si attende che si realizzino, in quanto non hanno un impatto rilevante sul risultato della valutazione;
- **(eventuale)** le stime prospettive riguardano situazioni che in parte devono essere intese **ipotesi sensibili** che hanno una certa possibilità di subire variazioni nel tempo, e sulle quali non è possibile prevedere con certezza l'esito della valutazione;
- **(eventuale)** la valutazione si è basata sulla previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto ha tenuto 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, e altri fattori di natura sistematica, ecc.

Limitazioni

Indicazioni dei PIV:
- illustrare e motivare le ipotesi e 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 sono 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 fornite da diverse tipologie di analisi condotte dal sottoscritto:

- ✓ analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- ✓ analisi strategica, con riferimento al quadro di settore;
- ✓ analisi dei mercati finanziari, con riferimento alle performance, agli indici di portafoglio, tassi *free-risk*, misure storiche e perenni;
- ✓ analisi di informazioni patrimoniali, riferite ai bilanci, a specifici assets, ad attività e passività finanziarie;
- ✓ analisi dei Piani Pluriennali formalizzati;
- ✓ (eventuale) analisi di acquirenti potenziali e fornitori;
- ✓ (eventuale) analisi delle società comparabili.

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 le note annuali 2020-2021;
- bilanci di verifica al 31/12/2019, 31/12/2020 e 31/12/2021;
- situazione contabile;
- bozza di bilancio al 31/12/2021;
- budget, con scostamenti, relativi al periodo 2022-2023;
- budget relativo al periodo corrente;
- piano industriale 2022-2028 con indicazione se sia stato approvato dal consiglio di amministrazione, ed indicazione delle finalità di redazione;
- studi ed analisi di mercato;
- studi ed analisi del 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 piano di ammortamento;
- copie dei contratti dei mutui in essere e relativi piano di ammortamento;
- copie delle licenze / autorizzazioni.



- copia dei contratti di locazione e affitto;
- statuto della società e delle eventuali controfirmate;
- i Patti parasociali;
- informazioni su contratti, vincoli o fattori che limitano il commercio della società;
- visura camerale con elenco soci della società e dei contratti;
- libro cespiti;
- breve descrizione e dati catastali degli immobili di proprietà della società e eventuali controllate;
- perizie di valutazione e/o rivalutazioni immobiliari e di valore;
- 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 più;
- evidenza delle principali operazioni in corso e infrapolitiche;
- visura Centrale rischi;
- affidamenti distinti tra Conto di Credito e Conto di Debito con indicazione dei tassi applicati ed informazioni circa eventuali mutamenti;
- informazioni sulla presenza di mutamenti di capitale;
- fidejussioni e garanzie;
- delibere o corrispondenze a innalzamento di capitale (e/o infruttiferi) con piano di ammortamento. Eventuali mutamenti della società;
- cause in corso o pendenti (sentenze, provvedimenti giudiziari, revocatorie fallimentari, altro);
- attestazione del rappresentante della società della conoscenza di ulteriori passività potenziali e/o di altri rischi;
- grado di aderenza alle normative di legge e di tutela del lavoro;
- richieste di rimborsi e di restituzione di contributi e di altri;
- piani di rimborso e di restituzione con taluni fornitori, con indicazione di regolarità e di pagamenti;
- Informazioni sui ritardi nel pagare fornitori, contribuenti/prevendenziali ed eventuali previsioni di pagamento;
- Informazioni circa Rate non pagate e di leasing ed eventuali previsioni di pagamento;
- profitti decreti ingiuntivi, piani pagamenti;
- valore di gestione di quote in periodi recenti;
- perizie di 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 pre-

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 quadro economico e alle prospettive future sono state raccolte dal sottoscritto attraverso la fonte.....

In merito all'analisi dei mercati finanziari, e in particolare al calcolo del Beta, sono stati utilizzati dati di portafoglio, misure storiche e prospettiche dell'EFMD EQUIS, è stato consultato il sito della banca dati specializzata "Damodaran"⁷ (oppure.....)

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

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

Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici e finanziari sono stati effettuati sulla base delle valutazioni e delle informazioni disponibili alla data di redazione del presente documento.

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

2.1.2 Ipotesi

Indicazione dei PIV:

- in caso di presenza di scenari alternativi, l'analisi di sensitività ha permesso di adottare i risultati, sotto il profilo probabilistico, mediano (ovvero gli scenari più probabili e stimati) (III.1.24).

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

- nello svolgimento di un incarico di valutazione piena responsabilità, l'esperto è chiamato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza delle ipotesi prospettive;

- qualsiasi giudizio riferito alle ipotesi finanziarie prospettive dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie: a) ragionevole; b) ragionevole ma con incertezza limitata; c) assenza di ragionevolezza. In caso di assenza di ragionevolezza, l'esperto deve indicare le ragioni che lo giustificano;

Le azioni che l'esperto può attuare per migliorare la ragionevolezza delle ipotesi prospettive sono: a) approfondimento delle informazioni e aggiornamenti delle ipotesi prospettive; b) aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere il rischio non diversificabile;

c) affiancamento ai criteri di valutazione fondati su dati storici e prospettivi; d) valutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione delle informazioni prospettive di un minore peso nella valutazione;

e) identificazione del rischio di bias e di conflitto di interessi.

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

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

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

- delle finalità per cui è stato elaborato il piano (scopo: rappresentazione dello scenario più probabile e realistico dello medio termine, incentivazione management, accesso al credito, ecc.);

- dell'arbitrato (almeno) di un organo di governo aziendale;

⁷ Banca Damodaran, 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 rispetto al mercato (non solo ipotesi o esiste anche concreto programma di lavoro?);
 - della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime prospettive (su quali sono appositamente confrontato anche con il *management* con i principali competitor di funzione, ed ha cercato conferme da evidenze esterne);
 - della plausibilità dei risultati medio-normali attesi in condizioni di mercato non specifico scenario;
 - (eventuale) della esistenza di una base ragionevole di dati ricavata dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di informazione esterne (c.c.);
 - (eventuale) che sono sviluppate assunzioni per le quali non sono state trovate (e) 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 delle proiezioni che il redattore si attende di realizzare non si può intraprendere, sulla base delle informazioni a sua disposizione;
- (eventuale) Il sottoscritto, inoltre, ha in merito ai dati e informazioni ha formulato un'analisi di sensitività (PIV III.1.24) (eventuale) e ha verificato l'attendibilità dei flussi attesi e/o dalla rettifica del tasso di attualizzazione (eventuale) e si è nel
- (oppure) Come già rilevato nel paragrafo precedente, le proiezioni prospettive sono su ipotesi ed assunzioni che in parte devono essere considerate come "ipotetiche" (*hypothetical assumptions*) (oppure: intese **ipotesi sensibili**; o **ipotesi sensibili**) e che non hanno **un peso rilevante** sul risultato della valutazione (PIV III.1.24) e 1.8. Il sottoscritto ha proceduto come se fosse realizzata, l'ipotesi incerta o ipotetica.
- (eventuale) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai servizi, ed i risultati aziendali effettivi è emersa una buona corrispondenza tra i due dati e le procedure di valutazione.
- (oppure) Dal confronto tra i risultati aziendali relativi ai servizi, ed i risultati aziendali effettivi sono emersi significativi divergenze, attribuibili alla scarsa affidabilità delle procedure di valutazione (PIV III.1.24) e 1.8. Il sottoscritto ha proceduto come se fosse realizzata, l'ipotesi incerta o ipotetica.
- (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 stato redatto dalla società non è pienamente favorevole alle previsioni di risultato attesi sulla base degli elementi informativi disponibili e non è stato considerato il premio per il rischio di un

⁸ L'OIV, nel citato Documento PIV n. 1/2025, pag. 10, distingue tra le previsioni quelle fondate su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle previsioni di società comparabili e da fonti di previsione esterne, mentre sono PIV le 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 in base alla loro affidabilità da parte del sottoscritto, il quale non ha provveduto ad alcun accoglimento, preferendo tenere conto del grado del rischio e della possibilità di attualizzazione (PIV III.1.2).

(eventuale) Poiché l'azienda è a regime con risultati costanti, costante l'importanza dei piani previsionali (o l'assenza di ragionevolezza dei piani) è stata valutata in base ai risultati osservati nel recente passato (esercizi 201X -201Y) e alla loro attualizzazione (PIV III.1.27).

(eventuale) In assenza di piani previsionali elaborati dalla società, l'importanza è stata valutata in base alla forte continuità e stabilizzazione dei risultati, il sottoscritto ha provveduto direttamente alla determinazione dei flussi di cassa in base degli elementi informativi disponibili (III.1.2). A tal fine sono state adottate ipotesi ed assunzioni, che trovano giustificazione nel comportamento storico e sono da considerarsi condizioni ipotetiche(PIV III.1.24).

2.1.3 Peso assegnato ai vari tipi di informazioni

Indicazioni dei PIV:

- una valutazione risulta tanto più affidabile quanto maggiore è la base informativa corrente, storica e prospettica. Indicare le ragioni per cui l'esperto ha preferito una tipologia di 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 (1.5.5);
- se non si usa tutta la base informativa disponibile occorrendo la ragione (II.1.5);
- se è ridotta l'informativa in base ad esigenze di natura (1.4.3).

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 di sviluppo della società, i dati non sarebbero rappresentativi delle capacità prospettive di produzione.

oppure

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

oppure

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

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici ed evoluzione

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

La XXXX è stata fondata nel XXXX

La sede legale/operativa/ubicata a

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



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 all'esercizio di riferimento. Allo stesso è affidata/non è affidata la funzione di revisione contabile.

Note contabili e legali

La società è in regime naturale di contabilità ordinaria. (eventuale) La società si avvale della trasparenza contabile.

Specificare se la società è dotata di adeguati sistemi di programmazione e controllo di gestione, se sviluppa regolarmente Budget e se i risultati contabili sono in linea con i risultati effettivamente conseguiti.

Specificare se esistono procedure operative per la gestione delle crisi.

La società ha/non ha ottemperato alle norme in materia di organizzazione "previdente" 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 del Codice di Procedimento civile) o di procedimento di conciliazione stragiudiziale (artt. 380-381 del Codice di Procedimento civile) per la risoluzione delle eventuali controversie societarie.

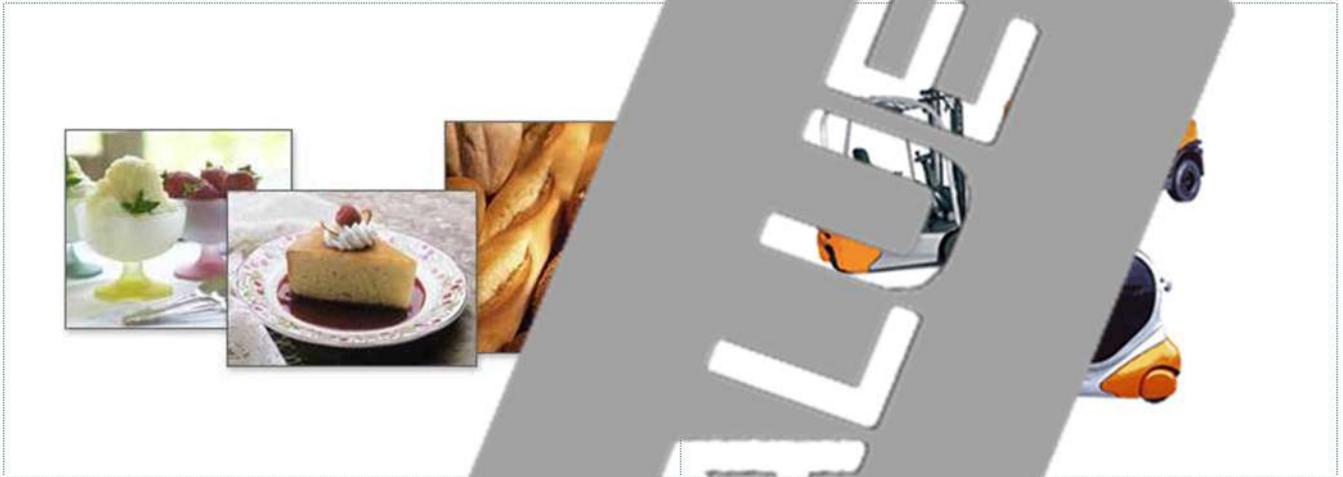
In merito al diritto di recesso del socio, specificare se è previsto.

Evoluzione della società

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

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





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

Categorie dipendenti	2022	2023	2024
Dirigenti	0	0	0
Intermedi	0	0	0
Impiegati	0	0	0
Operai	0	0	0
Totale	0	0	0

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



Elementi distintivi che caratterizzano l'unità di valutazione

.....

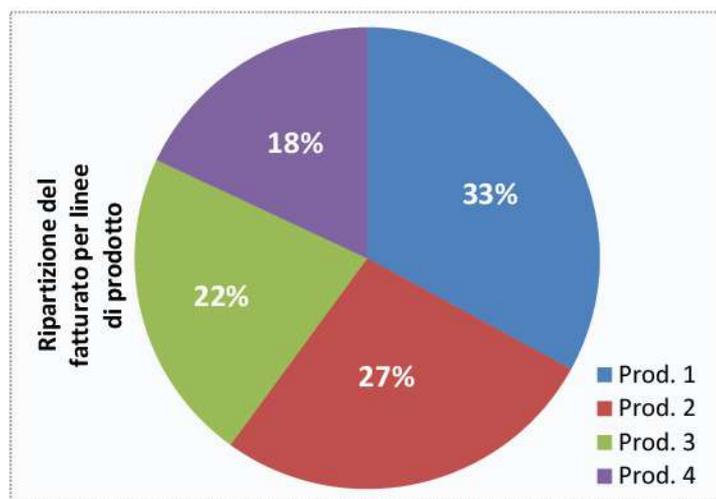
3.1.2 Le aree di business e i prodotti

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

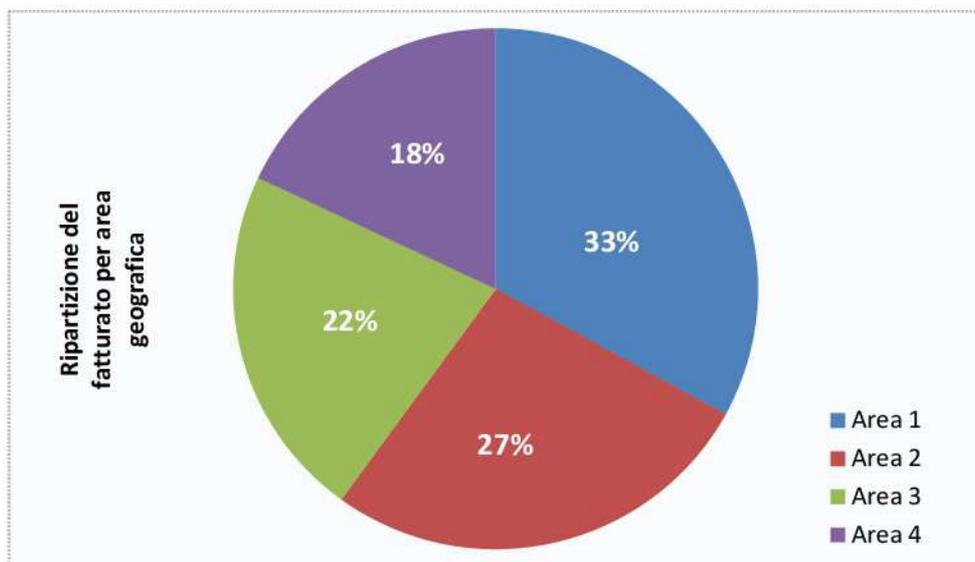
- a)
- b)
- c)

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

Punti di Forza	Punti di Debolezza
<ul style="list-style-type: none"> • Trasporto a costi marginali; • Capillarità del network; • B.E. elevato: network non replicabile; • Consapevolezza di un nuovo mercato; • Legame storico con il punto vendita. 	<ul style="list-style-type: none"> • Complessità del network; • Dipendenza da e-commerce ancora debole; • Difficoltà trasversali di una nuova cultura; • Dal 2015, in base al trend previsto, la società si prepara ad affrontare le seguenti opportunità:
Opportunità	Rischi
<ul style="list-style-type: none"> • Legge Bersani e liberalizzazione del mercato dei distributori vendita di prodotti e servizi; • First mover nella distribuzione di prodotti su edicola; • Alto potenziale di crescita; • Allargamento del network. 	<ul style="list-style-type: none"> • Potenziale di aggregazione di altre aziende;

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, di natura qualitativa e quantitativa, nel **contesto economico e macroeconomico**. In particolare:

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

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

- dimensione della domanda globale e del mercato nazionale;
- 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/serietà;
- linee di evoluzione dei loro gusti (estetici, funzionali, etici);
- punti di vendita dei prodotti/serizi;
- caratteristiche degli intermediari;
- costi di distribuzione.

Dal lato dell'offerta:

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

Analisi della concorrenza:

- principali concorrenti;
- distribuzione dei ricavi per segmento (di qualità/prezzi);
- ripartizione del mercato e loro evoluzioni evolutive;
- politiche del marketing (promozione, distribuzione, reti di vendita, logistica, ecc.);
- processi di innovazione in atto o in fase di sviluppo.

Rispetto alle **società confrontabili** la società C... contraddistingue:

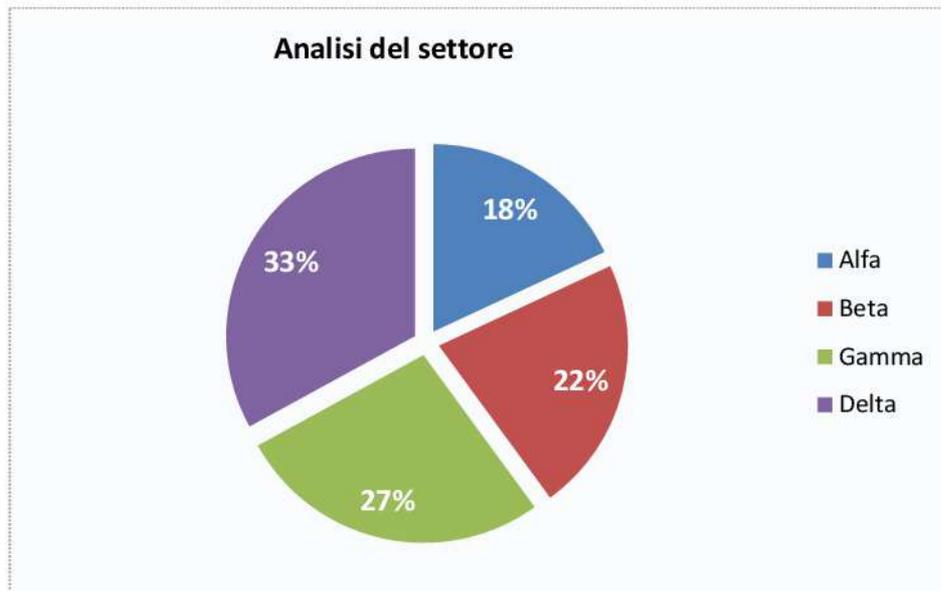
- a livello strategico
- a livello di risultati

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 2021/2023. L'analisi di tali bilanci

C.E.	ANNI	Conto economico		2022		2023	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		0					0%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0		0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0		0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0		0	0,00%	0	0,00%
Valore della Produzione		0		0	0%	0	0%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0		0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Merci/Mat. Prime		0		0	0,00%	0	0,00%
Costi vari per Servizi		0		0	0,00%	0	0,00%
Lavorazioni Esterne		0		0	0,00%	0	0,00%
Valore Aggiunto			0%		0%	0	0%
Costo lavoro		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
M.O.L.			0%		0%	0	0%
Ammortamenti materiali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ammortamenti immateriali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Accantonamenti		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risultato Operativo			0%		0%	0	0%
Oneri Finanziari		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Proventi Finanziari		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione Straordinaria		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione non operativa		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risultato Netto		0		0	0%	0	0%

Stato Patrimoniale a Liquidità ed Esigibilità

S.P.	Anni	2022		2023		2024	
		€	%	€	%	€	%
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		2023	2024
Positivi=Fonti	(Negativi)=Impieghi		
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE			
M.O.L. (EBITDA)			
(+) Saldo Gestione Finanziaria		0	0
(-) Imposte d'Esercizio			0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.			0
(+) Accantonamento T.f.r.			0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento			0
= CASH FLOW POTENZIALE			0
Crediti Commerciali			
Magazzino Netto			
Altri Crediti Operativi			
= Variazione Attivo Circolante			
Debiti Commerciali			
Altri Debiti Operativi			
= Variazione Passivo Circolante			
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVA		0	0
Immobilizzazioni Materiali			
Immobilizzazioni Finanziarie			
Disinvestimenti			
= CASH FLOW ATTIVITA' OPERATIVE		0	0
Rimborso Finanziamenti a Breve e a Medio Termine			
Erogazione dividendi			
= FABBISOGNO FINANZIARIO		0	0
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L			
Variazione Capitali di Riserva			
= SALDO FINANZIARIO INIZIALE ESERCIZIO		0	0
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE		0	0

RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2024	2024
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 (Rimborso di capitale)	1.081.731	-152.646
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	27.75	27.974
Assegni		0
denaro e valori in cassa	0	14.680

3.4 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE IPOTESI

I bilanci previsionali sono stati sviluppati sulla base delle ipotesi di lavoro e di cassa, secondo le 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 2024	2028	2029
Categorie	€	€	€
	Mix	Var./Mix	Var./Mix
Altri Prodotti	14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0% / 14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0% / 14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0% / 14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0% / 14%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Servizi	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Servizi	0%	0% / 14%	0% / 14%
	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 2024	2025	2026	Previsionali 2027	2028	2029
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 2024	2025	2026	Previsionali 2027	2028	2029
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 risorse per ricerca e sviluppo

Categorie	Anni	Principali Spese e Risorse per Ricerca e Sviluppo		
		Storico 2024	2025	2029
Altro		0	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 da...

	Anni	Risorse			
		2025	2027	2028	2029
Dirigenti		0	0	0	0
Intermedi		0	0	0	0
Impiegati		0	0	0	0
Operai		0	0	0	0
Totale		0	0	0	0

Indicare la previsione quantitativa e qualitativa del personale dipendente



Costo del lavoro

(incluso Tfr)	Storico 2024	2025	2026	2027	2028	2029
Amministrativi ¹¹	0	0	0	0	0	0
Commerciali ¹²	0	0	0	0	0	0
Prod. Diretti ¹³	0	0	0	0	0	0
Prod. Indir. ¹⁴	0	0	0	0	0	0
R. & S. ¹⁵	0	0	0	0	0	0
Totale	0	0	0	0	0	0

Il lavoro interinale è stato quantificato in circa

SPESE GENERALI

Le principali spese generali previste sono stimate

Principali Costi e Spese Generali

	Storico 2024	2025	Previsi 2026	2027	2028	2029
Compenso Amministratori	0	0	0	0	0	0
Locazioni, Affitti e Noli	0	0	0	0	0	0
Consulenze Tecniche e Varie	0	0	0	0	0	0
Altro	0	0	0	0	0	0
Altro	0	0	0	0	0	0

INVESTIMENTI

Sono stati previsti i seguenti investimenti:

- 11 Responsabile
- 12
- 13
- 14
- 15



Piano degli Investimenti

	% Amm.to	2025	2026	2028
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'aliquota del 20% sulle vendite del 10% sugli acquisti.

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

FONTI DI FINANZIAMENTO

Descrivere le fonti di finanziamento e se si intendono



Affidamenti a

Tipologia	Anni	2025		2026		2027	2028	2029
		Tasso	€/000	Tasso	€/000			
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0
Totale		0						

Mezzi a lungo termine

Tipologia	Anni	2025		2026		2028		2029	
		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 2025-2029, ipotizzando i dati assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel **paragrafo**



Conto economico

Anni	Storico 2024	2025	2026	Previsionali 2027	2028	2029
Ricavi operativi netti	0	0	0	0	0	0
Var. Rim. Prodotti e Semil.	0	0	0	0	0	0
Acquisti Prodotto finito	0	0	0	0	0	0
Lavori in Economia	0	0	0	0	0	0
Valore della Produzione	0	0	0	0	0	0
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	0	0	0	0	0	0
Acquisti Merci/Mat. Prime	0	0	0	0	0	0
Costi vari per Servizi	0	0	0	0	0	0
Lavorazioni Esterne	0	0	0	0	0	0
Valore Aggiunto	0	0	0	0	0	0
Costo lavoro	0	0	0	0	0	0
M.O.L.	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti materiali	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti immateriali	0	0	0	0	0	0
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0
Risultato Operativo	0	0	0	0	0	0
Oneri Finanziari	0	0	0	0	0	0
Proventi Finanziari	0	0	0	0	0	0
Gestione Straordinaria	0	0	0	0	0	0
Gestione non operativa	0	0	0	0	0	0
Imposte	0	0	0	0	0	0
Risultato Netto	0	0	0	0	0	0

Stato Patrimoniale

Anni	Storico 2024	Previsionali				
		2025	2026	2027	2028	2029
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	2027	2028	2029	2029	
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE					0	
	M.O.L. (EBITDA)	0	0	0	0	
	(+) Saldo Gestione Finanziaria				0	
	(-) Imposte d'Esercizio				0	
	(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.	0	0	0	0	
	(+) Accantonamento T.f.r.				0	
	(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	0	0	0	0	
= CASH FLOW POTENZIALE					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 debiti a M/L	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	
	Variazione Capitale e Riserve	0	0	0	00	
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO		0	0	0	0	
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE		0	0	0	0	

RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A. Flussi finanziari dell'attività operativa						
Utile (perdita) dell'esercizio	65.524	285.397	514.016	1.609.438	2.472.136	2.755.652
Imposte sul reddito	222.799	462.357	325.820	831.903	1.201.400	1.309.929
Interessi passivi/(interessi attivi)	-214.380	316.884	471.805	745.364	840.080	930.711
(Dividendi attivi)	0	0	0	0	0	0
(Plusval.)/Minusv.derivanti da cessione di attività	0	0	0	0	0	0
1. Utile(perd.) es. ante imposte,inter.,div.,plus/minus						
<i>Rettif.per elementi non monet.senza controp. nel C.C.N.</i>						
Accantonamenti ai fondi						
Ammortamenti delle immobilizzazioni						
Svalutazioni per perdite durevoli di valore						
Rettifiche di Attività e Pass. fin. di strum. Fin. Derivati						
Altre rettifiche per elementi non monetari						
<i>Totale rettifiche elementi non monetari</i>						
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn						
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>						
Decremento/(Incremento) delle rimanenze						
Decremento/(Incremento) dei crediti vs clienti						
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori						
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi						
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi						
Altre variazioni del capitale circolare netto						
<i>Totale variazioni capitale circolante netto</i>						
3. Flusso finanziario dopo le variazioni						

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

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

3.5 L'ANALISI DEI BILANCI

ANALISI ECONOMICA

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

Indicatori di redditività e gestione					
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%
Oneri Finanz./Capitale investito			0,00%		
Incidenza Consumi			0,00%	▽	0,00%
Costo materie prime/Valore prodotto			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%

Indicatori di redditività

	Storico 2024	2025	2026	Previsioni			Trend
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
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
2022= 0,00%	0,00%	0,00	0	0,00	0,00
2023= 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00
2024= 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00

R.O.E.	ROS RO Fatturato	TURN Fat Co	RAC p. I p. Netto	FISC. RN Lordo
2024=0,00%	0,00%		0,00	0,00
2025=0,00%	0,00%		0,00	0,00
2026=0,00%	0,00%		0,00	0,00
2027=0,00%	0,00%		0,00	0,00
2028=0,00%	0,00%		0,00	0,00
2029=0,00%	0,00%		0,00	0,00

ANALISI PATRIMONIALE E FINANZIARIA

Lo scopo della presente analisi è quello di analizzare e sintetizzare le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa, l'andamento della natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento (utilizzate e -) e l'equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella dei capitali di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare se l'impresa, nei suoi impieghi- fonti è in grado di produrre flussi monetari e, cioè, è in grado di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la stessa assume.

Posizione Patrimoniale e Finanziaria netta		2023	2024
Euro			
+Cassa			
+Banche at			
+Attività F			
- Banche			
correnti			
-Altri fi			
-Altro			
P.F. Netto			
+ Crediti finanziari >			
12			
- Crediti finanz. >			
12			
risid			
erativi			

- 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	2024	2026	2027	2029
+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	2023	2024	
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	0,00	0,00
Attivo Circol./Passivo Circol.				
Quick ratio		0,00	0,00	0,00
(Liq.Immed.+Liq. Diff.)/P.Circol.				
Indice di Altman		0,00	0,00	0,00
Durata media dei crediti			0	0
Giacenza media dei crediti (gg)			0	0
Durata media dei debiti		0	0	0
Cash flow			0	€ 0
Indebitam. Finanziario compl.*			0	€ 0
Posizione Finanziaria**				€ 0
Cash Flow/ P.Circol.		0,00	0,00	€ 0
P.F.N./Fatturato		0,00	0,00	0,00
P.F.N./MO				0,00

*L'Indebitamento 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 nelle note precedenti.

Analisi del Cash Flow

	2023	2024
--	------	------



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		2024	2025	2026	2027		2028	2029
I. Compl. copert. Immob. Fonti perm.ti/Att. Immob.	0,00	0,00	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	0,00	0,00	-
Debt Equity ratio Cap. di terzi/Mezzi propri	0,00	0,00	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	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	0,00	0,00	✓
Quick ratio (Liq.Im.+Liq.Diff.)/Pass.Circ	0,00	0,00	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	—
Durata crediti v/cl.	0	0	0	0	0	0	∨
Giac. media magg. (gg)	0	0	0	0	0	0	∨
Durata debiti v/fornitori	0	0	0	0	0	0	∧
Cash flow	0	0	0	0	0	0	∧
Ind. Finanz. Netto Compl.*	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	—
P.F.N./Fatturato N.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	∧
P.F.N./MOL							—

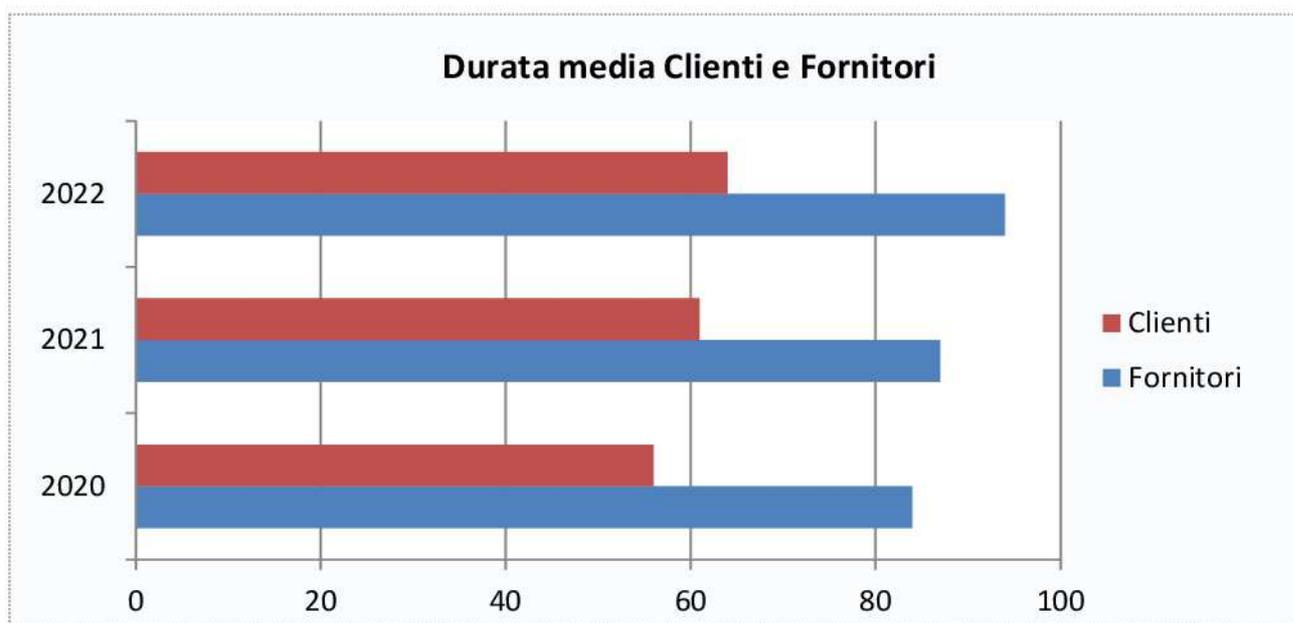
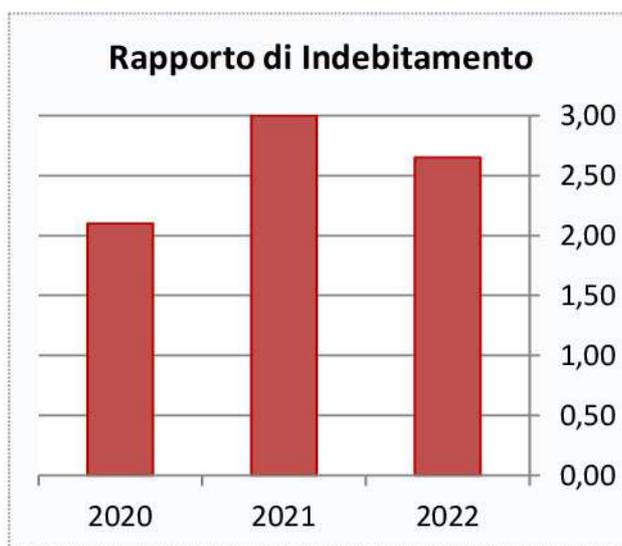
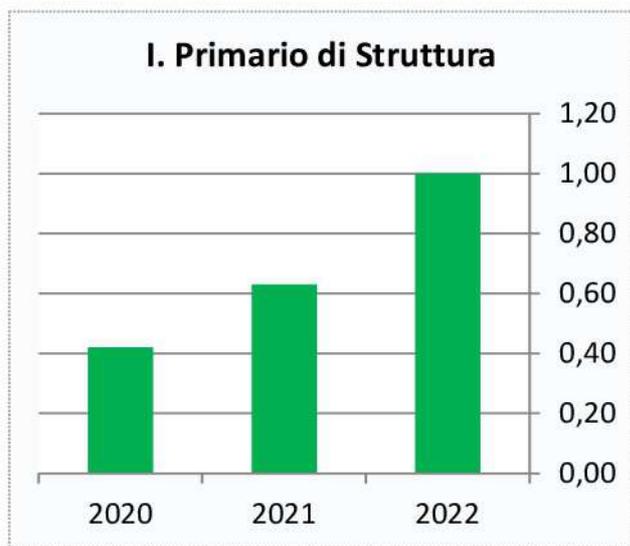
*L'"Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

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

Analisi del Cash Flow

Euro	2024	2025	2026	2027	2028	2029
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 esposti i finanziamenti a breve e a M/L termine.

INDEBITAMENTO FINANZIARIO A BREVE		2023	2024
Scoperto c/c		€	€
Anticipi SBF		€	€
Anticipi Import			€
Altri Finanziamenti Passivi		€	€
TOTALE			€

INDEBITAMENTO FINANZIARIO A MEDIO LUNGO		2023	2024
Mutuo 1		€	€
Mutuo 2		€	€
Mutuo 3		€	€
Mutuo 4		€	€
TOTALE		€	€

3.6 ESAME DEI FATTORI DI RISCHIO

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

3.7 L'ANALISI DEI RISCHI

L'indagine svolta nei confronti delle società controllate, per attività e tipologia di rischio, è stata dettagliatamente illustrata nel paragrafo 4.1.5, con riferimento all'applicazione del metodo dei multipli.



4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIÙ ADATTI

4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale proprio può avvenire attraverso metodiche tra loro alternative oppure complementari. Le metodiche disponibili sono tre (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere di sostituzione (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 un valore di natura patrimoniale, una componente immateriale (ad esempio, un marchio in eccesso rispetto alla normale remunerazione del capitale netto (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 delle aziende per le quali esistono indicazioni significative di prezzi di mercato (PIV 5.1.1). Le metodiche di mercato e che non includano valori o prezzi di mercato (ad esempio, i prezzi di mercato) vengono applicate alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale**.

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla valutazione dell'azienda in base al suo patrimonio. Il valore dell'azienda viene determinato in base al valore del patrimonio netto. Il valore del patrimonio netto è il risultato delle singole attività e passività, riferite ai valori correnti delle attività e passività. Il "metodo patrimoniale complesso" vengono applicate anche alle valutazioni delle aziende immateriali, orientando la valutazione alle correnti attività che si ripresentano nel ciclo di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni basate sulla valutazione di flussi di reddito distribuibili di lungo periodo (PIV III.3.1). Le valutazioni reddituali sono in genere applicabili nelle situazioni stabilizzate (PIV III.3.2);
- ✓ **creazione del valore**: tratta di metodiche non riconducibili 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), includendo il **metodo costo patrimoniale reddituale (UEC)** e

L'E.V.A. Si applica un metodo misto quando si combinano il tipo redditualistica con quella patrimonialistica, cioè si applica la prima impostazione concettuale con la maggior correttezza verificabile delle risultanze risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad individuare un valore che riflette la definizione stessa di avviamento, sistema di attività immateriali - possedute in maggiori o in minori quantità rispetto a quello prodotto dalle altre imprese.

- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sulla generazione del flusso di cassa, quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* e di un bilancio finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni di rischio e di risultati futuri che generano risultati variabili nel tempo, o in cui il rischio di riduzione del capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodologia di valutazione in genere applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali attraverso premi e sconti, che conducono alla unità di valutazione oggetto di stima, osservando sul mercato una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). La scelta del campione di aziende di riferimento e della comparabilità del campione di aziende di riferimento sono fattori di grande importanza, cui si collega il moltiplicatore con i driver sotto cui si raggruppano. In genere si applicano i multipli desunti da società quotate o da quelle derivanti da società private comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tener conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi e sconti dovuti per la mancanza di liquidità: in generale una transazione di una società privata è un dato di riferimento per le società quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi misti**, il cui uso deve essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono state prese in considerazione alcune metodologie.

La scelta dei metodi di valutazione deve essere adeguata alle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalla natura dei dati, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi, e da quanto possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione del campione di riferimento (PIV III.1.1).

E' necessario evitare l'uso di **metodi misti**, sia la combinazione di procedimenti con finalità diverse, sia l'attribuzione uguale valenza ad un numero consistente di variabili strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti.

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

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

¹⁶ E. FUSA, "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, par. 1.14.1. Le metodologie empiriche, a differenza delle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono per applicazione di parametri empirici che traggono origine dall'osservazione del mercato. Per questo motivo, hanno valore pratico solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni.

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato su dati di mercato, o un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.14). Il metodo **asset side** complesso, può essere utile coniugarlo con un metodo **equity side** 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.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di cassa di natura finanziaria, ed adottano il tasso equivalente al "costo di opportunità" del capitale, oppure considerano multipli del patrimonio netto o di mercato, per gli azionisti;
- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di cassa di natura finanziaria, come se non fosse indebitata, ed adottano il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del patrimonio netto del complesso aziendale unlevered (PIV III.1.14), o del "valore investito" determinato con i metodi *Asset Side* valutando i multipli di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il "Capitale economico netto" sottraendo il valore della "posizione finanziaria" di natura finanziaria.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili, accertarsi che le metodologie adottate conducano a risultati coerenti (III.1.15).

4.1.2. Individuazione dei criteri di valutazione

Indicazioni dei PIV:

- motivare le scelte dei metodi e delle procedure e eventualmente scegliere una molteplicità di metodi e non uno solo (III.1.14);
- specificare e giustificare i criteri di scelta dei metodi (1.14.5);
- quando opportuno è specificare i criteri di scelta dei metodi, che si riferano ad una pluralità di metodiche di valutazione (1.14.5);
- specificare perché non è stato adottato un metodo (1.14.2).

La dottrina aziendale e i professionisti nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, si avvalgono dell'analisi di 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 cambiare 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, quale metodo di controllo è stato scelto il XXX.

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è scelto il **metodo Patrimoniale semplice/complesso**, in quanto, nell'azienda in esame, la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero la relazione tra i mezzi finanziari (oppure: in quanto attualmente l'azienda genera flussi di cassa positivi) non è negativa.

oppure

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

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è scelto il **metodo comparativo dei Multipli**, in quanto il più idoneo a individuare il valore economico del capitale della società X, per le principali motivazioni:

- presenza di significativi piani di crescita e di investimenti (o di operazioni di riorganizzazione (o al *turnaround*);
- *business* concentrato principalmente nel settore di attività di riferimento.

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è scelto il **metodo comparativo dei Multipli**, tenuto conto della natura della società X, della sua comparabilità con le aziende di valutazione che della sua confrontabilità, per tipologia di attività e grado di rischio, sono facilmente individuate fra quelle quotate in Borsa.

(eventuale) Nel patrimonio aziendale sono presenti *surplus asset* (o *redundant assets*) e passivo, non riconducibili al perimetro core dell'azienda, che sono stati valutati separatamente.

-

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

Tali *surplus asset* o *redundant assets* sono stati valutati separatamente, in tutto diversi rispetto a quelli appartenenti al *core business* della società, e sono stati valutati utilizzando il metodo comparativo dei Multipli.

...
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 società partecipata in società controllate, si è proceduto attraverso la valutazione sul valore di mercato delle partecipazioni alla luce delle differenti attività svolte dalle singole società controllate, limitate intere, 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 comparativo dei Multipli, mentre per quelle delle società controllate è stato ritenuto più adatto il metodo patrimoniale.

Nella scelta dei multipli si è tenuto conto delle seguenti 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, per i quali sono preferibili/da escludere metodi di tipo reddituale;
- delle difficoltà ad individuare transazioni comparabili e/o con caratteristiche simili, sia per attività che per dimensione, e delle metodiche di mercato;
- della disponibilità/indisponibilità di un *business plan* aziendale, e della presunzione attesa 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 attività aziendali (IV III.3.32);
- le valutazioni di tipo finanziario sono le più appropriate per le attività di sviluppo ed evoluzione;
- se possibile, sarebbe preferibile utilizzare il metodo reddituale o finanziario o un metodo basato su una stima comparativa di mercato (III.1.16);
- quando la base informativa è limitata, si sceglie il metodo reddituale (III.1.16).

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

(eventuale) La scelta del metodo reddituale è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la combinazione delle metodiche del costo e di quello reddituale, e con la creazione di valore.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto trattasi di un 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 le caratteristiche proprie dell'azienda

(esempio: risultati economici stabili, ovvero

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto trattasi di un 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, e con un discreto grado di certezza della durevolezza della redditività, che caratterizza l'entità economica da valutare.....

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto trattasi di un 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 soggetto 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 da valutare in termini di dimensione e comparabilità con aziende quotate in Borsa.

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 dell'offerta;
- rischi legati alla veloce obsolescenza delle tecnologie;
- rischi di natura ambientale;
- la ridotta dimensione aziendale, la scarsa visibilità e la dipendenza verso fornitori strategici, la dipendenza da;
- la difficoltà ad individuare società comparabili per attività e territorio;
- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;
- il giudizio non pienamente favorevole sottostante in ordine ai 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 flussi di cassa, in particolare.....



(oppure)

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state individuate e si prevede 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 e le informazioni necessarie per il successivo sviluppo della valutazione vera e propria. In seguito, sulla base del risultato, revisione a valori correnti del patrimonio netto, con l'eventuale considerazione di eventuali premi e sconti.

(CANCELLARE qui sotto i paragrafi 4.2.1 relativi ai metodi di valutazione)

4.2.1. Il metodo Misto Patrimoniale Reddito e Capitale Finanziari

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

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

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea, è stato sviluppato dagli Esperti C.A.A. Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda si parte dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà condotta in funzione delle prospettive reddituali prospettive dell'azienda (esprese dall'utile netto) e del primo grado di "sovrareddito" del "sovrareddito", e la sua successiva riduzione, ad un tasso di sconto per un periodo limitati anni. Infatti, è ragionevole pensare che l'azienda si stima potrà generare un utile netto che permarrà a lungo; soprattutto nel medio/lungo termine, all'erosione dei sovraredditi non potranno permanere in perpetuo. Al contrario, nel medio/lungo termine, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti) e della concorrenza (sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione dei sovraredditi. I sovraredditi non potranno permanere in perpetuo. Al contrario, nel medio/lungo termine, l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico produrrà un utile netto che soddisferà le aspettative di remunerazione del capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione del capitale di pieno rischio deve essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV).

La formula con cui si identifica il metodo di valutazione "Patrimoniale Reddito e Capitale Finanziari" (UEC), è:

$$Ve = K_0 + \sum_{t=1}^n (U_t - i'K_{t-1})(1 - i)^{t-1}$$



- 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 attribuire ai sovraredditi
- 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 modalità:

- a) una valutazione patrimoniale "armonizzata"
 - b) un'autonoma determinazione del valore economico del capitale economico
- I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano determinati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. In particolare, il saggio di rendimento, in presenza di un reddito maggiore o minore rispetto al normale, il numero di anni di vantaggio, i suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei paragrafi.

- In particolare:
- R_f che è il reddito medio sostenibile per il settore, determinato come indicato nel paragrafo 4.2.2;
 - nel metodo UEC, K_0 è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti (di mercato); è composto dal patrimonio netto tangibile e immateriale, esclusi i sovraredditi e i beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere esclusi, anche se non sono stati ridotti i sovraredditi (PIV III.1.33).
- Il procedimento di rettifica del patrimonio netto, viene descritto nel paragrafo 4.2.3;
- il saggio di rendimento i' è il saggio di rendimento normale, determinato in base alle caratteristiche dell'azienda (incluso il *leverage*), e i'' è il saggio di rendimento appropriato per la valutazione dei sovraredditi o dei sovraredditi, i'' è maggiore di i' e viceversa; in ogni caso entrambi i saggi di rendimento, i' e i'' , si collocano in un intorno di k_e (PIV III.1.33). Il criterio di rettifica è descritto 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 normale in continuità aziendale (PIV III.1.33); la sua scelta verrà effettuata nel paragrafo 4.2.5.

ALTERNATIVE
4.2.1 Metodo patrimoniale: profili teorici

Il valore economico del capitale economico dell'azienda **Company srl** è stato determinato attraverso il criterio **Patrimonio semplice/complesso**, con il quale il valore dell'azienda viene determinato 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 del patrimonio netto, azionato, tenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di mercato, in presenza di costi di acquisto per l'acquisizione o formazione di beni immateriali, sul piano patrimoniale, se necessario, ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva, e, analiticamente, mira a stimare analiticamente il valore di tali elementi, che sono presentati in bilancio, evitando, ovviamente, il rischio di una valutazione di valore (PIV III.1.28).

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

Le partecipazioni vanno valutate come partecipazioni in quanto che esistono notevoli interconnessioni economiche, non solo sul piano patrimoniale, ma anche sul piano patrimoniale (PIV III.1.28).

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

Tra le passività vanno inclusi gli oneri fiscali, le plusvalenze accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolate con le norme della probabilità e tempistica di effettiva loro manifestazione.

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

Il criterio di valutazione Patrimoniale di tipo Economico conduce direttamente alla determinazione del valore del patrimonio Economico di un'azienda.

La formula con cui si identifica il valore Economico di un'azienda, "semplice", è la seguente:

$$Ve = K$$

Ve = valore economico dell'azienda (equity side)

K = valore patrimoniale

La formula con cui si identifica il valore Economico di un'azienda, "patrimoniale complesso", è la seguente:

$$Ve = K - I$$

Ve = valore economico dell'azienda

K = valore patrimoniale

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

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

ALTERNATIVE

4.2.1 Reddituale - profili tecnici

Il valore Economico del capitale dell'azienda **Company srl** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo **Puro**, nella valutazione Equity side, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto" della ditta, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei

mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito, di natura di reddito reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, serve a mantenere il reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione dei risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico, si tratta del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita a termine di un certo numero di anni, a seconda della probabile durata della vita dell'azienda, proprio come il metodo si fonda sul presupposto che dato un certo reddito e sostenuto nel tempo possibile determinare il valore "V_e" del capitale che lo ha generato. Il valore 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). Per le aziende che operano in situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32) l'arco temporale può essere riferibile nelle

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

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

- 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_n** = è il simbolo matematico per il valore attuale di una rendita a 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 definito nel paragrafo 4.2.2;
- il calcolo del tasso **k_e** è definito nel paragrafo 4.2.5;
- la scelta dell'orizzonte temporale **n** è definita nel paragrafo 4.2.5;

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

- il valore di partecipazione;
- il valore di elementi **beni non operativi** propri del 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 congiunta, 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 dell'azienda, cioè del valore complessivo aziendale al termine del periodo di attualizzazione (terminale).

I flussi finanziari da considerare devono essere **disponibili** (cioè non compromessi dagli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale) e **monetari** (cioè non di natura valutativa, infatti, è la natura monetaria del flusso che si può considerare senza compromettere l'equilibrio operativo-finanziario).

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

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari, richiedono una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase di crescita, sia nella fase di attesa per il lungo periodo, e quindi richiede la disponibilità di dati di cassa per il lungo periodo (PIV III.1.35). In genere il piano, che dovrebbe essere approvato fino alla stima del valore (Nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, k_e e $wacc$), deve essere approvato dal management dell'azienda da valutare, sulla base delle loro ipotesi e del piano di business, che il piano di business può essere esteso, dal **management**, con ipotesi basate su dati storici e ragionevoli; occorre però accertare le finalità per il quale il piano di business è stato approvato (ad esempio, al credito, espressione delle strategie che si vogliono perseguire, o per altri scopi, ad esempio, per i risultati, ecc.), se è stato formalmente approvato dal management, la stessa estensione deve essere condivisa e comunque quale sia la fonte di formazione del piano di business (PIV III.1.36).

Nel caso in esame, tali ipotesi non sono già state rilevate nel capitolo **2.1.2.**

Ai fini della loro attualizzazione, i flussi di cassa e di reddito, se non sono considerati siano posticipati ed istantanei, cioè disponibili in un solo periodo di tempo, ad esempio, in un anno (PIV 1.19.1).1

La formula con cui si calcola il valore economico del capitale, con il "metodo di valutazione finanziario" è la seguente:

Versione Asset side

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

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 periodo di proiezione esplicita, più il valore attuale del valore terminale di proiezione. Cfr. AA.VV. "Guida alla valutazione del capitale di rischio", pag. 17, con il seguente indirizzo internet: http://www.rossiassociati.it/italiana/note/2004/2004_04_01/2004_04_01_publicazioni/guidaalla valutazione.pdf

F_0 = 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 base ai vari fattori, tra cui:
 - la **posizione finanziaria netta** esistente alla data di riferimento, tale F_0 include anche le quote residue sui leasing deferenti. Il flusso di cassa operativo è al lordo dell'accantonamento per la posizione finanziaria netta incluso anche il Fondo TFR;
 - il valore di partecipazioni non consolidate, escluse le partecipazioni in società di cui si è persa la influenza;
 - il valore di eventuali **beni non operativi**¹⁸ presenti in bilancio e di cui si è persa la influenza;
 - eventuali interessi di terzi.

Nella presente versione *Asset side* (forse la più utilizzata) si assume che F_0 siano i flussi di cassa *unlevered cash flow*, esemplificativamente così determinati:

Fatturato
 - Costi della produzione
 = Risultato Operativo
 - imposte sull'EBIT
 + Ammortamenti
 + Accantonamenti per imposte non deducibili
 = Flusso di cassa operativo (gestione operativa)
 ± variazioni di capitale circolante
 ± variazioni di immobilizzazioni (investimenti)
 = **Flusso di cassa operativo netto (per l'azienda)**

Quindi F_0 sono i flussi monetari operativi netti *unlevered* al netto delle imposte che la società pagherebbe se non fosse indebitata.
 Nel caso in esame, la determinazione dei flussi monetari F_0 (*cash flow*) è già avvenuta nel paragrafo 3.4.

Per la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa *cash flow* in genere viene utilizzato il *w.a.c.c.* ("weighted average cost of capital" o "costo medio ponderato del capitale investito medio". Il tasso *w.a.c.c.* è pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e cioè sia dei fornitori di capitale proprio che 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. In genere il *w.a.c.c.* assume valori diversi 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 residuale " Vo_n ", viene attualizzato al

¹⁸ Trattasi dei cosiddetti *non operating assets*, ovvero di quelle attività che la società detiene, ma che non concorrono allo sviluppo delle attività principali e 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. Nel caso in esame, la determinazione del tasso di attualizzazione è stabilita in **4.2.4.**

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 lo sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, sino all'entrata in vigore del piano di sviluppo.

La scelta dell'orizzonte temporale da adottare nel caso in esame è stabilita nel paragrafo **4.2.5**, unitamente al calcolo del valore residuo.

La stima del **valore terminale** si presenta molto delicata, in quanto si fonda sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione esplicita, l'azienda si stabilizzi e si stabilizzino i driver di valore (nopat, ROIC cioè Nopat/ROIC).

Il valore terminale in genere è calcolato attualizzando i flussi di cassa sostenibili (cioè al netto del reinvestimento) di lungo periodo, per esempio il periodo di valutazioni *Equity side* o N.o.p.a.t. per valutazioni *Debt side*. Il tasso di crescita in grado di produrre dopo il periodo "n", eventualmente superiore al tasso di crescita fondamentale; in assenza della stima di tali flussi di cassa, si fa riferimento a quelli che essi assumono all'anno "n", ma tale pratica non è appropriata. I tassi di crescita **IR** e **N.o.p.a.t.** non sono stabilizzate (PIV III.1.37).

E' molto importante che ci sia coerenza nell'uso del tasso di crescita, sia nella formula (PIV III.1.36):

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di reinvestimento degli utili

ROIC = rendimento el Capitale operativo (ROIC = NOPAT / Investimento)

Cioè un'azienda che reinveste il 20% degli utili e ha un ROIC del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 3%. Il tasso di crescita è inferiore al tasso di crescita se il tasso di crescita supera quello del settore e dell'economia in generale (PIV III.1.37). La stima del valore terminale è uno sforzo sul fronte dell'analisi fondamentale (prospettive di crescita, barriere all'entrata, concorrenzialità, ecc.) e la portata dei rischi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

Nelle situazioni non stabilizzate, è opportuno prestare particolare attenzione alla stima del valore terminale fondata su flussi di cassa annuali e reinvestiti (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 particolare il tasso medio di tutti gli anni considerati. Tuttavia, poiché il risultato post-attualizzazione 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.1.36).

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

Attenzione ancora maggiore va prestata quando il valore del 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 tra i valori terminali così 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* e non *trailing*, in quanto questi ultimi incorporano prospettive di crescita che a

Nel caso del *levered cash flow*, come tale viene utilizzato (ovvero il "costo figurativo del capitale proprio" calcolato alla denominazione Asset Pricing Model (C.a.p.m.), in base alla quale K_e rappresenta il tasso di rendimento che attenderebbe un potenziale investitore nel capitale proprio. I flussi di cassa in uscita vengono attualizzati utilizzando i K_e medi del periodo di riferimento. Nel caso in esame, la determinazione dell'attualizzazione viene svolta nel paragrafo 4.2.4.

Per la scelta dell'orizzonte temporale, si prendono in considerazione i dati dei piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa, e si deve prendere tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'attività, e non la durata della relazione.

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

La stima del **valore terminale** è molto delicata e si fonda sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione, l'azienda entri in fase "inerziale", in cui si stabilizzano i driver di valore (cioè $Net\ Profit/COE$).

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 reddito netto per valutazioni *Asset side*). Si ritiene l'azienda sia ancora in grado di produrre dopo un periodo di crescita g coerente con i fondamentali; in assenza di dati di tali flussi, si fa riferimento al valore che essi assumono all'anno finale di previsione (PIV III.1.37).

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

$$g = \frac{ROIC - IR}{1 - ROIC}$$

dove

- g = saggio di crescita
- IR = tasso di rendimento del capitale proprio
- $ROIC$ = rendimento del capitale proprio

Cioè un'azienda che investe il 20% del proprio valore e che ha un ROIC prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 10%. È in genere da escludere che il tasso di crescita sia superiore al tasso di rendimento del capitale proprio. La stima del valore terminale (PIV III.1.36) e la stima del saggio g richiede uno sforzo sul fronte dell'analisi fondamentale (prospettive azienda e sua crescita storica, barriere all'entrata, concorrenzialità, ecc.) per la durata dei vantaggi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

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

In genere i tassi di sconto ed attualizzazione della rendita sono gli stessi precedentemente utilizzati per attualizzare i flussi monetari, e in particolare si utilizza il tasso medio di tutti gli anni di riferimento. Tuttavia, poiché i flussi di risultato posti al numeratore della formula di capitalizzazione sono espressi in termini del tasso di investimento IR , allo stesso modo il tasso di attualizzazione posto al denominatore della formula, e cioè 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 calcolato quando il valore residuo aziendale (*terminal value*) ha un forte peso nel valore totale per effetto di flussi di risultato a regime ben superiori a quelli

correnti; il confronto del *terminal value* così determinato con i valori di mercato di società confrontabili può consistere in un primo caso nel ricorso a moltiplicatori di mercato di società confrontabili e non correnti, in quanto questi ultimi si trattano di controllo di minoranza (III.1.37). Anche la determinazione dei tassi per il costo del capitale aziendale verrà illustrata nel paragrafo 4.2.4.

ALTERNATIVA

4.2.1. Il metodo dei Multipli di Mercato

Il valore dell'azienda **Comparativa** è determinato attraverso l'uso della metodica di mercato, ed in particolare con il ricorso ai multipli.

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'assunzione 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 liquidità della società, nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti di minoranza.

In generale una transazione di M.&A. è adatta per società non quotate senza adeguati correttivi. Tuttavia, applicati con cautela e con correttivi, nella valutazione di una società non quotata possono essere utilizzati i multipli 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, in ogni caso, per passare alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo di mercato riferito ad una diversa unità di valutazione (Piv 1.15.3).

In sintesi, come in ogni caso, in rapporto ai prezzi delle imprese comparabili, i multipli di mercato sono correlati alle grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, cash flow, patrimonio netto, ecc.) con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli di mercato vengono correlati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione. Il multiplo di indicazione di valore patrimoniali o finanziari hanno valenza maggiore rispetto a quelli di meri parziali (i quali esprimono la capacità produttiva o commerciale): questi ultimi, infatti, sono da considerarsi indici grezzi indicativi e non strumenti di valutazione perché si basano sui fattori di input (input) e non di output (Piv III.1.38).

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

In ogni caso, 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 affidabilità all'interno del campione stesso. Nell'uso di multipli medi, è necessario utilizzare i dati di mercato in base alla mediana o media armonica (Piv III.1.38).

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda comparabile sono: dimensioni, settore, rischi, stabilità, 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 informazioni amministrate e riferite all'esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti, il multiplo attribuito deve essere ponderato diversamente.

Nella prassi, il "multiplo di mercato" più utilizzato è quello riferito ai valori di mercato, in quanto piuttosto intuitivo e semplice da calcolare. Tuttavia, si rischia di non tener conto di ipotesi di crescita e di dividendo.

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

4.2.2. La Normalizzazione dei dati finanziari e dei dati economici

Indicazione dei PIV relative al reddito sostenibile di lungo periodo e al Patrimonio Netto (III.1.34) vanno analizzate e confrontate con quelle delle aziende comparabili, per verificare se il reddito maggiore o minore rispetto a quello normale.

Indicazione dei PIV relative al reddito sostenibile di lungo periodo e al Patrimonio Netto (III.1.34):

- le modalità di calcolo dei PIV relativi al reddito sostenibile di lungo periodo devono essere giustificate (PIV III.3.31). Per le imprese a regime, con un reddito stabile nel tempo, il reddito sostenibile di lungo periodo è spesso stimato normalizzando i risultati del reddito sostenibile di lungo periodo e applicando gli aggiustamenti necessari per tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31). Per le imprese in fase di transizione, il reddito sostenibile di lungo periodo è stimato tenendo conto delle condizioni future prevedibili e del tempo necessario per raggiungere i risultati sino al raggiungimento della piena redditività, R e k_e (PIV III.3.31). Per le imprese in fase di transizione, il reddito sostenibile di lungo periodo è stimato tenendo conto delle condizioni future prevedibili e del tempo necessario per raggiungere i risultati sino al raggiungimento della piena redditività, R e k_e (PIV III.3.31). Occorre invece diminuire il R della quota di reddito sostenibile di lungo periodo (PIV III.3.31), in presenza di ammortamenti, necessari per mantenere la redditività di lungo periodo (PIV III.3.31). In questi casi k_e viene diminuito del tasso di crescita costante (PIV III.3.31).

In assenza di informazioni previsionali, ed atteso che la società in argomento sia in una situazione a regime, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato tenendo conto dei risultati del periodo più recente (quello al XXX) ed introducendo gli 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 le informazioni previsionali disponibili, previa loro adeguata normalizzazione.

Nel presente paragrafo si è quindi proceduto a normalizzare i risultati d'esercizio, cioè i Risultati d'esercizio storici e prospettici (o il M.O.L. o il risultato netto) in modo da renderli non distortivo, al fine di ricostruire l'esatto valore "reddittivo" dell'azienda.

In particolare, sono stati oggetto di riallineamento:

- i componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili, sono stati eliminati in quanto, per la loro natura casuale e non ricorrente, non sono assumibili in questa analisi per la determinazione del valore economico dell'azienda;
- **ALTERNATIVA** i componenti di **natura eccezionale** dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati ridistribuiti nel tempo, sostituendoli con un valore medio;
- i componenti di reddito afferenti i capitali di rischio;
- i componenti non inerenti la produzione di ricchezza;
- gli effetti delle **politiche di bilancio** di natura meramente contabile, rivista ogni anno nella fondamentale stima di bilancio (contabile, fiscale, ecc.), ed è stato eliminato ogni intervento riduttivo di natura fiscale, per fini tributari e/o strategici;
- gli effetti del **deprezzamento** di natura inflazionistica, è stato giudicato superfluo adeguare i valori contabili alle condizioni inflazionistiche; (**oppure**: i flussi di risultato attribuiti sono adeguati in funzione delle condizioni inflazionistiche attese; in particolare ...);
- componenti di reddito con natura di reddito non ricorrenza;
- **compenso direzionale** escludendo i compensi di natura straordinaria mantenuto in tutti gli anni in esame proporzionato/normalizzato in base al rapporto tra il numero di componenti dell'organo direttivo. Per questo motivo..... ;
- **costi o ricavi latenti**: nei bilanci in esame a cui sono stati rilevati inadeguati livelli retributivi del personale (ad esempio, per la famiglia proprietaria). Tale costo è stato correttamente considerato nei bilanci e sul risultato netto, e inoltre stati integrati dei ricavi non completamente evidenziati nei documenti contabili;
- gli ammortamenti per beni materiali sono stati adeguati sulla base delle valutazioni di mercato, come determinati nel paragrafo **4.2.2**;
- **EVENTUALE** essendo i bilanci in esame redatti secondo principi contabili nazionali, si è proceduto con l'adozione di principi contabili internazionali (SFAS in USA, IAS in Europa). Ciò per rendere confrontabili aziende operanti in altri stati, ma soprattutto per sostituire il principio nazionale del costo con quello del fair value;
- rideterminazione delle imposte di competenza.

Si riporta di seguito il risultato netto del processo, tenendo conto che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione di componenti contabili estranei alla gestione caratteristica, o comunque di natura non ordinaria. Non è stato proceduto alla contabilizzazione dei leasing

¹⁹ L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando gli elementi di casualità, di non ripetibilità e non pertinenza. Vedasi D. BALDUCCI *La Valutazione Economica*, Edizioni FAG Milano, pag. 197.



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 del reddito netto delle imposte applicata un'aliquota Ires pari al 24,0% ed un'aliquota Irap pari al 3,7% (ove applicabile) abbiano avuto rilevanza ai fini di detta imposta.

(eventuale) Infine, il reddito medio normalizzato è stato determinato applicando il calcolo della media ponderata dei redditi normalizzati degli esercizi 2022, 2023, 2025 e 2026 a ciascuno di essi un diverso peso. In particolare, il peso maggiore è stato attribuito ai redditi correnti, ed un peso minore a quelli storici (opere di rifacimento). Il risultato quanto a peso preminente al risultato d'esercizio conseguito nel periodo di riferimento chiuso il 31/12/2024 quanto maggiormente rappresentativo dei risultati aziendali.

Normalizzazione dei Risultati Normalizzati e Rettifiche sui Risultati Normalizzati

	2022	2023	2025	2026	2028	2029
RISULTATO ESERCIZIO	0	0	0	0	0	0
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0	0	0	0
-Amm.ti e Acc.ti	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche a Valutaz.	0	0	0	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	0	0	0	0	0
-Eventi straordinari	0	0	0	0	0	0
-Altro	0	0	0	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche Amm.ti per Inflazione	0	0	0	0	0	0
EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0
Correttivo inflazione	9%	9%	100	101	101	102
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0
Positivo	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	STORICO
REDDITO NORMALIZZATO	0

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

(oppure)

	Normalizzazione T.A.					
	2022	2023	2025	2026	2028	2029
EBITDA CIVILISTICO	0		0		0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0		0		0	0
-Valutaz. natura fisc.	0		0		0	0
-Compenso direzion.	0		0		0	0
-Altre Manovre	0		0		0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>			0		0	0
-Altri componenti di reddito non durevoli			0		0	0
EBITDA NOMINALE NORMALIZZATO		0		0	0	0
Correzione inflazione		9		101	101	102
EBITDA REALE NORMALIZZATO		0		0	0	0
Ponderazione		0		0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	PREVISIONI	MEDIO
EBITDA NORMALIZZATO	0	0

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

(oppure)

Norma	All'Es. T. e	P.A.T.	2027			2028			2029		
EBIT CIVILISTICO			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	0	
-Valutaz. natura fi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
-Compenso dire	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
RETTIFICA EV RICORRENTI			0	0	0	0	0	0	0	0	
-Altro			0	0	0	0	0	0	0	0	
ALTRE RETTIFICHE											
-Rettifiche per Inflazion	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

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

VALORI MEDI PONDERATI	VALORE NOMINALE	VALORE REALE	MEDIO
NOPAT NORMALIZZATO	0	0	0

A conclusione del processo di normalizzazione, si è determinato il **W.A.T. normalizzato** che è stato assunto nella presente valutazione.

4.2.3. Riscossione dei crediti / accesso a valori correnti

Si procederà alla rettifica e all'aggiornamento del valore contabile rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio di bilancio semplice/contabile, secondo il seguente schema:

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

Per poter, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili e passività sono stati sottoposti ad opportune rettifiche ed integrazioni. Le attività svolte in merito al procedimento di rettifica sono state le seguenti:

- la verifica della esigibilità dei crediti e dei debiti alle poste attive iscritte in bilancio;
- la verifica della esigibilità delle passività iscritte in bilancio;

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

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

- Identificabile in modo affidabile;
- Deriva da un'attività di ricerca e sviluppo;
- È separabile dall'impresa.

Intangibles specifici non identificabili 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.

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

I beni immateriali che non hanno un valore di mercato e che, se possibile, sono stati valutati con la metodica del costo, a meno che in via alternativa non sia stato adottato il metodo del "Costo Residuale", il metodo del "Costo storico".

I beni immateriali che aventi un valore di mercato sono stati valutati con la "metodica del reddito" (PIV III.1.28) in via alternativa al metodo del "Costo storico". Il criterio della stima diretta è stato utilizzato in via alternativa alle stime indirette di tali benefici, ed in particolare nei casi di mancanza di dati di mercato.

ALTERNATIVA: il criterio di valutazione adottato è stato quello delle Transazioni Comparabili, il metodo dei *Royalties* e il metodo dei *Multiples* (PIV III.1.28), il metodo dei *Deals*, il metodo dei *Multiples Empirici*, il metodo dei *Multiples sulle Valutazioni*.

ALTERNATIVA: il criterio di valutazione adottato è stato quello del *Metodo Interbrand*, il metodo *Brand Rating*.

ALTERNATIVA: Il criterio di valutazione adottato è stato quello della *Relazione di Mercato*.

ALTERNATIVA: I beni immateriali sono stati valutati in base ai dettami dei principi contabili internazionali al fine di garantire l'omogeneità e l'interoperabilità.

VALUTAZIONI

I Titoli quotati sono stati valutati in base ai prezzi degli ultimi 6 mesi.....

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

VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

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

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

ALTERNATIVA. Le partecipazioni sono state valutate al prezzo di mercato

VALUTAZIONE PATRIMONIALE

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

I plusvalori rilevati nell'ambito della valutazione delle plusvalenze sociali vengono ridotti per tenere conto dei carichi fiscali latenti. Sono da considerarsi 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 latente si genera in modo automatico, e con preciso rapporto di proporzionalità con i plusvalori fiscali. Tuttavia una serie di motivi induce, nella pratica, a non considerare il carico fiscale in base ad aliquote non piene ma ridotte. In primo luogo, in molti dei casi il carico fiscale potenziale può ottenere varie riduzioni, che sono in genere molto attente e sensibili al problema e, in un modo o nell'altro, vengono applicate. Ai fini valutativi, le riduzioni da apportare alle aliquote dei carichi fiscali possono essere studiate caso per caso con riferimento alle specifiche circostanze. Nonostante le riduzioni, esse sono comunque comprese tra 1/2 e 2/3 dell'aliquota di riferimento.

(eventuale) Nella presente relazione, per alcuni carichi fiscali latenti sulle plusvalenze patrimoniali si è scelto di applicare aliquote dimezzate, essendo né noti né certi i tempi entro cui tale debito fiscale viene pagato. Nel presente caso (prima) Prudentemente si è preferito non prevedere le riduzioni sulle plusvalenze patrimoniali latenti;

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

(eventuale) Infine, si è ritenuto di non applicare 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 come segue:

Ad esempio, a legittimazione delle riduzioni, a possibili leggi per affrancamento di valori, a modifiche di

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

ATTIVITA'	Valore 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
Sp. Impianto, Avviam., Altri	0		0
IMMOBILIZZ. FINANZIARIE			0
Partecipazioni - Quote -	0	0	0
Mutui e Crediti Finanziari		0	0
Altre Attivita' > 12 mesi		0	0
MAGAZZINO			0
Materie Prime e Imb.	0	0	0
Prodotti in Corso -	0	0	0
Prodotti Finiti		0	0
DISPONIBILITA' FINANZIARIE			0
Crediti verso Clienti		0	0
Anticipi Fornitori		0	0
Anticipi Fornitori - Contabile		0	0
Erario Contabile		0	0
Crediti Diversi		0	0
Ratei Attivi		0	0
Risconti Attivi		0	0
Crediti verso Assicurazioni		0	0
Investimenti a Breve		0	0
Banche c/c Attivi		0	0
Cassa		0	0
Totale Attività	0		0

Attività	Contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
----------	-----------------	------------	-----------------

- in caso di sovra redditi i'' è maggiore di i' e viceversa, i costi di finanziamento sono inferiori al costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intervallo di costo inferiore a i' .

Considerare che nel "Metodo reddituale":

- in presenza di inflazione pienamente recuperata, R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).
- R viene assunto al netto della quota di ammortamento (deprezzamento), R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).
- R viene assunto al netto della quota di ammortamento (deprezzamento), R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).

Considerare che nel "Metodo Finanziario":

- i tassi di calcolo ed attualizzazione sono il tasso di rendimento residuo, R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).
- i tassi di calcolo ed attualizzazione sono il tasso di rendimento residuo, R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).
- i tassi di calcolo ed attualizzazione sono il tasso di rendimento residuo, R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).

Coerentemente con quanto detto, si è scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo "rischio", R_e è il costo medio di tutti gli investimenti in termini reali (PIV III.3.31).

SE SI SCEGLIE IL METODO FINANZIARIO (APM) (CAT)

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

Nella determinazione del costo di capitale è anzitutto osservato il principio della coerenza dei tassi di rendimento e dei rischi prospettati.

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

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

²³ Il "Residual Rate of Return" che definisce il "tasso di rendimento residuo". Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione", 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 il costo medio delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, ponderato in base al peso sulla struttura finanziaria. Il tasso da adottare deve essere determinato in base ai costi dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare ai costi dei finanziamenti forniti dagli azionisti.

Poiché in genere il WACC assume valore costante, il flusso di cassa di ciascun anno è stato attualizzato al WACC medio. Se invece il costo d'investimento di un anno è stato applicato il WACC del primo anno, il costo di un secondo anno è stato il medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.)/2]$, e così via. Il costo medio di tutti gli anni 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 vita dell'azienda, se è stata seguita anche nel caso in esame.

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

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

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

Questo modello statistico, espone il rendimento 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, detta *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo del capitale. Cf. [1], [2], [3], [4], [5], [6], [7], [8], [9], [10], [11], [12], [13], [14], [15], [16], [17], [18], [19], [20], [21], [22], [23], [24], [25], [26], [27], [28], [29], [30], [31], [32], [33], [34], [35], [36], [37], [38], [39], [40], [41], [42], [43], [44], [45], [46], [47], [48], [49], [50], [51], [52], [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59], [60], [61], [62], [63], [64], [65], [66], [67], [68], [69], [70], [71], [72], [73], [74], [75], [76], [77], [78], [79], [80], [81], [82], [83], [84], [85], [86], [87], [88], [89], [90], [91], [92], [93], [94], [95], [96], [97], [98], [99], [100], [101], [102], [103], [104], [105], [106], [107], [108], [109], [110], [111], [112], [113], [114], [115], [116], [117], [118], [119], [120], [121], [122], [123], [124], [125], [126], [127], [128], [129], [130], [131], [132], [133], [134], [135], [136], [137], [138], [139], [140], [141], [142], [143], [144], [145], [146], [147], [148], [149], [150], [151], [152], [153], [154], [155], [156], [157], [158], [159], [160], [161], [162], [163], [164], [165], [166], [167], [168], [169], [170], [171], [172], [173], [174], [175], [176], [177], [178], [179], [180], [181], [182], [183], [184], [185], [186], [187], [188], [189], [190], [191], [192], [193], [194], [195], [196], [197], [198], [199], [200], [201], [202], [203], [204], [205], [206], [207], [208], [209], [210], [211], [212], [213], [214], [215], [216], [217], [218], [219], [220], [221], [222], [223], [224], [225], [226], [227], [228], [229], [230], [231], [232], [233], [234], [235], [236], [237], [238], [239], [240], [241], [242], [243], [244], [245], [246], [247], [248], [249], [250], [251], [252], [253], [254], [255], [256], [257], [258], [259], [260], [261], [262], [263], [264], [265], [266], [267], [268], [269], [270], [271], [272], [273], [274], [275], [276], [277], [278], [279], [280], [281], [282], [283], [284], [285], [286], [287], [288], [289], [290], [291], [292], [293], [294], [295], [296], [297], [298], [299], [300], [301], [302], [303], [304], [305], [306], [307], [308], [309], [310], [311], [312], [313], [314], [315], [316], [317], [318], [319], [320], [321], [322], [323], [324], [325], [326], [327], [328], [329], [330], [331], [332], [333], [334], [335], [336], [337], [338], [339], [340], [341], [342], [343], [344], [345], [346], [347], [348], [349], [350], [351], [352], [353], [354], [355], [356], [357], [358], [359], [360], [361], [362], [363], [364], [365], [366], [367], [368], [369], [370], [371], [372], [373], [374], [375], [376], [377], [378], [379], [380], [381], [382], [383], [384], [385], [386], [387], [388], [389], [390], [391], [392], [393], [394], [395], [396], [397], [398], [399], [400], [401], [402], [403], [404], [405], [406], [407], [408], [409], [410], [411], [412], [413], [414], [415], [416], [417], [418], [419], [420], [421], [422], [423], [424], [425], [426], [427], [428], [429], [430], [431], [432], [433], [434], [435], [436], [437], [438], [439], [440], [441], [442], [443], [444], [445], [446], [447], [448], [449], [450], [451], [452], [453], [454], [455], [456], [457], [458], [459], [460], [461], [462], [463], [464], [465], [466], [467], [468], [469], [470], [471], [472], [473], [474], [475], [476], [477], [478], [479], [480], [481], [482], [483], [484], [485], [486], [487], [488], [489], [490], [491], [492], [493], [494], [495], [496], [497], [498], [499], [500], [501], [502], [503], [504], [505], [506], [507], [508], [509], [510], [511], [512], [513], [514], [515], [516], [517], [518], [519], [520], [521], [522], [523], [524], [525], [526], [527], [528], [529], [530], [531], [532], [533], [534], [535], [536], [537], [538], [539], [540], [541], [542], [543], [544], [545], [546], [547], [548], [549], [550], [551], [552], [553], [554], [555], [556], [557], [558], [559], [560], [561], [562], [563], [564], [565], [566], [567], [568], [569], [570], [571], [572], [573], [574], [575], [576], [577], [578], [579], [580], [581], [582], [583], [584], [585], [586], [587], [588], [589], [590], [591], [592], [593], [594], [595], [596], [597], [598], [599], [600], [601], [602], [603], [604], [605], [606], [607], [608], [609], [610], [611], [612], [613], [614], [615], [616], [617], [618], [619], [620], [621], [622], [623], [624], [625], [626], [627], [628], [629], [630], [631], [632], [633], [634], [635], [636], [637], [638], [639], [640], [641], [642], [643], [644], [645], [646], [647], [648], [649], [650], [651], [652], [653], [654], [655], [656], [657], [658], [659], [660], [661], [662], [663], [664], [665], [666], [667], [668], [669], [670], [671], [672], [673], [674], [675], [676], [677], [678], [679], [680], [681], [682], [683], [684], [685], [686], [687], [688], [689], [690], [691], [692], [693], [694], [695], [696], [697], [698], [699], [700], [701], [702], [703], [704], [705], [706], [707], [708], [709], [710], [711], [712], [713], [714], [715], [716], [717], [718], [719], [720], [721], [722], [723], [724], [725], [726], [727], [728], [729], [730], [731], [732], [733], [734], [735], [736], [737], [738], [739], [740], [741], [742], [743], [744], [745], [746], [747], [748], [749], [750], [751], [752], [753], [754], [755], [756], [757], [758], [759], [760], [761], [762], [763], [764], [765], [766], [767], [768], [769], [770], [771], [772], [773], [774], [775], [776], [777], [778], [779], [780], [781], [782], [783], [784], [785], [786], [787], [788], [789], [790], [791], [792], [793], [794], [795], [796], [797], [798], [799], [800], [801], [802], [803], [804], [805], [806], [807], [808], [809], [810], [811], [812], [813], [814], [815], [816], [817], [818], [819], [820], [821], [822], [823], [824], [825], [826], [827], [828], [829], [830], [831], [832], [833], [834], [835], [836], [837], [838], [839], [840], [841], [842], [843], [844], [845], [846], [847], [848], [849], [850], [851], [852], [853], [854], [855], [856], [857], [858], [859], [860], [861], [862], [863], [864], [865], [866], [867], [868], [869], [870], [871], [872], [873], [874], [875], [876], [877], [878], [879], [880], [881], [882], [883], [884], [885], [886], [887], [888], [889], [890], [891], [892], [893], [894], [895], [896], [897], [898], [899], [900], [901], [902], [903], [904], [905], [906], [907], [908], [909], [910], [911], [912], [913], [914], [915], [916], [917], [918], [919], [920], [921], [922], [923], [924], [925], [926], [927], [928], [929], [930], [931], [932], [933], [934], [935], [936], [937], [938], [939], [940], [941], [942], [943], [944], [945], [946], [947], [948], [949], [950], [951], [952], [953], [954], [955], [956], [957], [958], [959], [960], [961], [962], [963], [964], [965], [966], [967], [968], [969], [970], [971], [972], [973], [974], [975], [976], [977], [978], [979], [980], [981], [982], [983], [984], [985], [986], [987], [988], [989], [990], [991], [992], [993], [994], [995], [996], [997], [998], [999], [1000].



$$K_e = R_f + [R_m - R_f] * \beta$$

dove:

R_f = tasso privo di rischio

R_m = rendimento atteso del portafoglio di mercato

R_m - R_f = premio per il rischio del portafoglio di mercato (Market Risk Premium)

β = coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

Il tasso privo di rischio, **R_f**, è stato quantificato con riferimento ai rendimenti del Tesoro Poliennali (oppure: Bund) decennali (dati pubblicati da www.dt.tesoro.it) con scadenza a 10 anni (fonte www.dt.tesoro.it).

oppure

Il **tasso privo di rischio, R_f**, è stato quantificato con riferimento ai rendimenti dei tassi pubblici (B.C.E. nella pagina *yield curve*, per obblighi a breve termine) e utilizzato come tasso di questi osservati in un lasso di tempo storico recente (1990-2010) e la data di riferimento della valutazione (PIV 1.21.1).

Il **premio per il rischio (Equity Risk Premium)** è stato determinato come media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio (dati pubblicati da KPMG – Equity Market Risk Premium – Research Summary). Il premio per il rischio (Equity 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 (Damasca & Associates (damascaedu).....(eventuale: assumendo il premio per il rischio di mercato in Italia (dati pubblicati da Moody's rating Italia di Moodys (www.moody.com)). La stima è basata sul

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 di riferimento. Il rischio sistemico è non diversificabile. Il fattore β è influenzato da diversi fattori, tra cui l'attività in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, maggiore è il rischio), e la struttura operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, maggiore è il rischio), e la struttura finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio sistemico).

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

dove:

β = è la misura del rischio sistemico

σ = è la deviazione standard del rendimento dell'attività da valutare

σ_M = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato

ρ = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

Il coefficiente β si calcola sommare i seguenti valori:



Beta > 1	Il titolo si muove nello stesso senso del mercato, ma con ampiezza maggiore del mercato stesso
0 < Beta < 1	Il titolo si muove nello stesso senso del mercato, ma con ampiezza minore di quella del mercato
0 > Beta > -1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato, ma con ampiezza contenuta
Beta < -1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato stesso con ampiezza maggiore

Il coefficiente β può essere calcolato per le azioni quotate in borsa. Nel caso in esame, essendo le azioni non collocate su mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate in mercati mobili per settore a pari rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore β cioè in riferimento alla struttura finanziaria, che tiene conto solo delle attività del settore. Il fattore β è poi stato opportunamente adeguato in considerazione del rischio da cui è affetta una società con dimensioni non sufficienti per accedere ai mercati finanziari. L'aggiustamento è in linea con quanto osservato (citare la fonte).

Successivamente è stato considerato l'effetto dell'indebitamento esistente al termine dei vari periodi, calcolato da β_u a β_w attraverso la formula di Modigliani e Miller, o $\beta_w = \beta_u \left[\frac{E}{E + D(1-T)} \right]$, oppure: Successivamente è stato considerato l'effetto dell'indebitamento esistente nella struttura finanziaria prospettando la costruzione di una struttura finanziaria appositamente costruita, in modo da pervenire al β di riferimento. (citare la formula:)

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

dove:
T = è l'aliquota fiscale applicabile agli oneri finanziari
D = indebitamento finanziario
E = patrimonio netto (equity)

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

Il β così pervenire è pertanto (eventuale) Infine, sono stati apportati aggiustamenti del tasso, in funzione delle seguenti variabili:

il **Ke** è stato maggiorato al 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 sistemici (PIV 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*.
 per valutazioni di *country risk* (eventuale) Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base di queste variabili che qui opportunamente sarà adottato nella valutazione, è pari a

(eventuale) *country 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

proceduti in tal senso, utilizzando il K_e medio del periodo, che è stato calcolato con riferimento ai K_e calcolati in ciascun periodo (oppure: che è stato calcolato con riferimento alla struttura finanziaria media prospetticamente sostenibile, appositamente costruita).

oppure: Anche nel caso in esame si è proceduti in tal senso, utilizzando il K_e riferito alla struttura finanziaria media.

oppure: Anche nel caso in esame si è proceduti in tal senso, utilizzando il TIR (o l'IRR) dello stesso valore attuale ottenibile utilizzando la struttura finanziaria media e la sua scadenza.

(eventuale) Poiché la serie di flussi di risultato da attualizzare è stata riferita al periodo relativo alla scadenza più lontana.

Il **costo dell'indebitamento (K_d)**, è stato inteso come il costo che l'azienda dovrebbe sostenere per ottenere un nuovo finanziamento a medio termine. Per la determinazione del K_d dei finanziamenti, si è fatto riferimento alla determinazione del costo del credito (o del *target* secondo i parametri vigenti dell'accordo Base) e alla sua comparazione con le classi di merito creditizio assegnate dagli istituti di credito. Per la determinazione del K_d deriva per l'azienda un rating di su 100, che ad un Pd del livello di *rating*, sul mercato corrisponde uno spread per un periodo di a sei mesi (oppure il *Prime rate* ABI, oppure il tasso *fr*). Per la determinazione del *rating* si è tenuto conto sia delle attuali situazioni finanziarie, sia delle situazioni di quella prospettica.

(oppure)

Quale **costo dell'indebitamento (K_d)** è stato adottato il tasso ottenuto dalla banca su una recente operazione di finanziamento a medio termine, pari a

Il costo dell'indebitamento è stato determinato in base al tasso di riferimento della deducibilità degli interessi passivi, applicando l'aliquota del 24% (o l'aliquota attualmente ridotta del 50%, in modo da contenere il beneficio fiscale al debito).

Il K_d adottato nel caso in esame è pari a

Per la determinazione dei pesi w_D e w_E e delle proporzioni di finanziamento, necessari per il calcolo finale del WACC, si è fatto riferimento alla struttura finanziaria (D+E) prospettica come risulta dai piani aziendali approntati per il periodo di riferimento: si è fatto riferimento alla struttura finanziaria media prospetticamente sostenibile (o alla struttura finanziaria media prospetticamente sostenibile nel medio-lungo termine) appositamente costruita; il WACC verrà utilizzato per l'attualizzazione di flussi e valori finanziari relativi al periodo di riferimento.

oppure:

Per il calcolo del WACC è stato adottato il costo dell'indebitamento alla data della valutazione.

Il calcolo finale del WACC è riassunto nella seguente tabella:

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

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

- in considerazione della natura di liquidabile del soggetto di stima (che non è una società quotata) e della situazione finanziaria, del tipo e della forza commerciale relativamente richiesta dai fornitori, e della media di mercato, si è ritenuto applicabile un premio sopra calcolato per il rischio maggiore per premio al rischio specifico del settore; (citare la fonte);
- grado di indebitamento (in caso specifico);
- dimensione dell'impresa (in caso specifico, considerato che alle imprese di dimensioni medie e piccole, a parità di settore, tendono a corrispondere maggiori rendimenti), si è deciso di applicare un coefficiente di dimensione (PIV III.2.4) aumentando il tasso di valutazione del capitale aggiuntivo in base a quanto osservato (citare la fonte);
- (alternativa) Al fine di riflettere il rischio più alti per via della maggiore dipendenza dai fornitori, clienti, dipendenti, ecc. (PIV III.2.3). Per tale ragione è stato applicato un premio di rischio di reputazione per le *small cap* rispetto ai rendimenti della borsa prima di essere determinati;
- del settore della società (in caso specifico, si è ritenuto di apportare un ulteriore aggiustamento del tasso di capitale proprio pari al.....);
- presenza di rischi specifici (i piani previsionali redatti dalla società non è stato ritenuto favorevole, in quanto accrescendo il premio per il rischio di un coefficiente di rischio specifico, si è precisato che tale maggiorazione equivale ad un abbattimento percentuale del% dei flussi di risultato attesi (e del *terminal value*);
- il rischio di non continuità (in caso specifico, si è ritenuto di applicare un premio di rischio di non continuità in base all'indice di ripresa 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 di mercato (competitivi) e di ambiente, nella misura del X%, il tasso che verrà utilizzato per la valutazione 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 PIR)

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 dal rendimento dei titoli del tesoro (o dai BUND tedeschi) a 10 anni scadenza (non depurato dalla componente inflazionistica), la cui aleatorietà è considerata trascurabile.

Per il secondo, nel caso in esame la struttura, i rischi e la consistenza sul mercato, inducono a stimare un livello di rischio pari al % (il dato precedente fornisce un tasso aggregato pari al % assunto nella metodologia data 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 rendimento medio del settore" 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 intendesse condurre alla data della valutazione dell'azienda i sovrapensi si riprende il valore considerato normalmente il rendimento di investimento a rischio quotato di stato, pertanto, come in precedenza, si considera il rendimento offerto dai BTP (BUND tedeschi) a 10 anni con il tasso X (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 rendimento normale del settore. (In molti casi si preferisce aumentare il risk premium di un punto (esempio: 2%)

Caso 2: valutazione più prudente

Il tasso di attualizzazione i' è maggiore di qualche punto (esempio: +2%) rispetto ad i , in quanto il rischio è superiore a quello di genere 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 superiore 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% assicura infatti, in riferimento alla funzione di considerare adeguatamente detto rischio.



4.2.5. La scelta dell'orizzonte temporale

CANCELLARE I METODI NON UTILIZZATI METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITIVO

Indicazioni dei PIV:

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

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

1. il fatto che le condizioni di generazione del sovrareddito sono sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire l'andamento economico della società, essendo fortemente collegate al gruppo dirigente;
2. il fatto che si ritiene sussistano elementi di continuità di considerare il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo.

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

METODO REDDITIVO

Nel caso in esame si è ipotizzato di 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 migliori successi aziendali. Peraltro, trascorsi un certo numero di anni, la differenza tra il valore attuale della rendita perpetua e quello del valore attuale della rendita limitata diventa trascurabile.

L'arco temporale ipotizzato per la valutazione in continuità è di regola illimitato (PIV III.1), salvo eccezioni in settori in cui si riscontrano elementi in settore 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, fine del ciclo professionale dell'attività, ecc.). (eventuale) Al termine dell'arco temporale ipotizzato, è attribuito, nel paragrafo 4.2.8, un valore residuo finale (terminal value).

METODO FINANZIARIO

La scelta dell'orizzonte temporale "finito" è fatto riferimento alla durata dei piani pluriennali con cui 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 ipotizzato è stata calcolata tramite l'attualizzazione, allo stesso tasso, del valore determinato nel paragrafo 2.4, del "Flusso di cassa operativo" (*unlevered cash flow*) come esempio esemplificativo. La scelta è 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 che si ritiene che si realizzerà in modo stabile e costante, e che è stato normalizzato tenendo conto che...).

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

(eventuale) Si è deciso di limitare l'uso di premi, alla luce dei rischi strategici e competitivi che sono emersi in sede di analisi.

Il calcolo del valore residuo aziendale è pari a €.

4.2.6. Applicazione di premi e sconti

Indicazioni dei PIV:

- attraverso il loro uso cautelativo (e che può essere ampiamente discrezionale), possono essere applicati premi e sconti (e onerata con premi) sui risultati attesi e del costo, per accostarla al valore di mercato (1.18.1); per te... dei pacchetti di controllo o partecipazioni di minoranza (per i pacchetti di minoranza di società senza mercato attivo, si applicano le *person discount*), o per... (1.18.3);
- i premi sono in genere... in presenza... (III.4.6), mentre più difficili da evitare gli sconti (ad... liquida... (III.4.7), perché sostituiscono aggiustamenti discretivi... di affue...
- l'applicazione di... di... individuati presso società quotate può presentare criticità... e... comparabili per business e dimensione (III.2... quotate... parità di condizioni, valori maggiori per effetto della loro...)
- specificare le... assume... presumono premi e sconti (differenziale tra transazione... controllo... borsa) e considerare che tali premi così desunti (o sconti... frutto... componenti non necessariamente riferiti al controllo...)
- se premi... al valore di mercato, vengono desunti da confronti... quando questa è la configurazione di valore da ricercare...)
- è sconsigliato l'uso di medie di premio... desunti dal mercato se molto diversi tra loro, perché ogni scarto ha natura specifica... (III.4.5);
- occorre specificare quale variazione... e/o variazione dei tassi di sconto avrebbero condotto allo stesso risultato... (III.4.8);
- se... dell'azienda... determinato sul... del piano dell'azionista di controllo, non vanno premi... di maggioranza perché il valore espresso è già quello di controllo (III.4.3);
- se... di risultati attesi che considerano i benefici del controllo, si ottiene il valore del... scontando i flussi di risultato attesi che non considerano i benefici del controllo si... delle minoran...

- il metodo del costo (criterio patrimoniale) esprime il valore della quota di partecipazione dell'azionista di controllo (che può disporre delle attività), e tiene conto sia del valore delle attività che delle minoranze (III.3.11);
- occorre molta cautela nell'applicare premi e sconti in presenza di fonti da cui derivano premi e sconti multipli (PIV III.4.11);
- nel calcolo di premi e sconti occorre specificare le modalità di calcolo del premio/sconto e il fattore dimensionale aziendale, e le relative fonti (III.4.11).

Poiché oggetto della presente valutazione è un'azienda che ha una quota di partecipazione di una quota di maggioranza/minoranza della compagnia, è ritenuto opportuno prevedere un adeguato premio/sconto da applicarsi sulla base del grado di controllo e di liquidità della quota di partecipazione.

Tale premio/sconto è stato quantificato in quanto:

- la quota di partecipazione gode di un controllo di fatto e strategico dell'azienda (**eventuale:** , né da parte degli amministratori né da parte del consiglio di amministrazione) (oppure: voto di maggioranza); a seguito di tali accertamenti la quota di partecipazione riferisce un valore di controllo strategico e/o finanziario (**oppure:** è da intendere come minoranza di titoli scambiati in mercati attivi; **oppure:** è da intendere come minoranza di titoli scambiati in mercati attivi; **oppure:** è da intendere come minoranza di titoli scambiati in mercati attivi);
- (**eventuale, e solo per la quota di valore** derivante da sinergie speciali derivanti dal trasferimento del controllo);
- il mercato di riferimento della quota può essere il mercato di riferimento (PIV III.2.3);
- la maggiore/minoranza di partecipazione futura da trattarsi/non trattandosi di pacchetto di controllo;
- la mancanza o l'inesistenza di diritti di voto, di persone chiave legate alla cessione delle quote.

Lo sconto applicato ha l'effetto sul valore della quota che si avrebbe applicando una riduzione dei flussi di cassa (PIV III.4.8).

Oppure

Lo sconto applicato ha l'effetto sul valore della quota che si avrebbe applicando un aumento del valore della quota (PIV III.4.8).

Oppure

Come richiesto dai PIV (III.4.11) in considerazione delle ridotte dimensioni aziendali, applicando lo sconto del X. Tale aggettivo è in linea con quanto osservato (citare la fonte).

Eventuale

(PIV III.4.11) Per verificare la congruità dei premi e sconti che si otterranno attraverso l'applicazione del premio/sconto/premio/sconto il valore finale ottenuto verrà calcolato il T.i.r. (oppure il *dividend yield*). E' opportuno accertare che il tasso interno di rendimento e il tasso di rendimento corrente, imposti sulla quota finale, siano realistiche e non troppo alti o troppo bassi (PIV III.4.12), con tassi equiparabili. In generale i tassi di rendimento richiesti da un investimento illiquido sono superiori a quelli richiesti per un investimento liquido (PIV III.3.12).



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

METODO PATRIMONIALE

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

ATTIVITÀ	VALORE PATRIMONIALE	VALORE COMPLESSIVO
Immobiliari materiali	0	0
Immobiliari immateriali	0	0
Immobiliari finanziari	0	0
Rimborzi su titoli	0	0
Disponibilità di liquidità	0	0
Elementi di natura patrimoniale	0	0
Debiti finanziari	0	0
Debiti fiscali	0	0
Debiti correnti non classificati	0	0
Debiti correnti onerosi	0	0
Fiscali latente su plusvalenze	0	0
VALORE PATRIMONIALE	€ 0	€ 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 nel paragrafo 4.2)
- k_e** = tasso di valutazione = % (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.2)
- n** = orizzonte temporale = (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.2)

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

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

METODO FINANZIARIO - DISCOUNT CASH FLOW

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

Versione Asset side

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



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

Nome Azienda	2021	2022	2023	2024	2025
	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	2021	2022	2023	2024	2025
	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 valore del Capitale investito operativo²⁵ (Enterprise Value) e il capitale a rischio (Capitale di rischio) (struttura finanziaria):

Multiplo del Recupero del Capitale Investito Operativo, detto anche **EV/CI** (Enterprise Value / Capitale Investito Operativo), detto anche **EV/CI** (Enterprise Value / Capitale Investito Operativo), in assenza di piani di crescita dell'azienda, il multiplo si calcola con la seguente formula:

$$\text{EV/CI} = \frac{\text{EV}}{\text{CI}}$$

dove

f = fattore di scala

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

Quindi tale multiplo dipende dall'incidenza della redditività delle vendite, che è uno dei più immediati indicatori di performance dell'azienda. In caso di crescita, al WACC occorre togliere il "beta" (il tasso di crescita), e 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 e 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 così permesso di ottenere:

Multiplo del Margine operativo lordo, detto anche **Multiplo del Margine**

Nome Azienda	2021	2022	2023	2024	2025
	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 **Multiplo del Ricavo**, che rappresenta l'EV dell'azienda, il multiplo EV/Sales lo si può esprimere come:

$$(1 - g) / WACC$$

Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g e dal WACC, che è uno dei più immediati indicatori di performance di un'impresa. 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.

Nome Azienda	2021	2022	2023	2024	2025
	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 delle aziende, sono sottoposti ad una analisi critica.

(PIV III.1.38) Nell'uso di multipli medi si possono utilizzare la media aritmetica, mediana, o media armonica.

La prima analisi critica svolta sui multipli adottati è stata valutata, per ogni singola azienda presa a riferimento, in riferimento ai 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 le medie dei multipli delle aziende campione, pur essendo molto diverse, non presentano una dispersione dei dati che si scostano molto dalle medie. In presenza di dati molto diversi tra loro è opportuno valutare se siano stati adottati multipli con valori estremi. Si è in presenza di dati molto diversi tra loro se la dispersione dei multipli con valori estremi è tale da compromettere la confrontabilità con l'azienda *target* e la generalità possono inficiare la significatività dell'analisi. La dispersione dei multipli del campione riduce l'equilibrio tra le diverse utilità. Nel caso in esame, la dispersione dei multipli non è tale da compromettere la confrontabilità con l'azienda *target*. La media del multiplo esprime una dispersione È opportuno/ non effettuare le seguenti modifiche.

È stata inoltre considerata la differenza tra il valore di mercato della *target* con i titoli delle aziende campione. Queste differenze sono state in parte compensate da differenze nei titoli, che sono facilmente negoziabili, a differenza dell'azienda *target*.

Per questo motivo, il valore di mercato della *target* è stato considerato pari al valore di mercato della *target*, pari al

Infine, sono stati considerati i titoli delle aziende campione non inclusi nelle suddette stime:

- il valore di mercato dei titoli delle aziende campione non inclusi nelle suddette stime;
- il valore di mercato dei titoli delle aziende campione non inclusi nelle suddette stime.

Dall'applicazione del metodo dei Multipli, si è ottenuta la seguente valutazione dell'azienda:

MULTIPLI	
Moltiplicatore adottato	€ 0
Multiplo adottato:	0
P.F.N. (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 valore economico sviluppato nel capitolo precedente, è stato sviluppato un ulteriore metodo di stima del valore economico dell'azienda oggetto di valutazione, applicando il criterio X. In questo caso assume funzione di controllo.

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

4.3.1. Profili teorici relativi ai criteri di controllo

Copiare dall'elenco contenuti nel paragrafo 4.2.1.

4.3.2. Calcolo dei risultati

Copiare dal paragrafo 4.2.1.

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

METODOLOGIA	VALORE
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 i criteri adottati;
 - una oscillazione del 10-15%, nei due sensi, attorno al valore attuale, può essere considerata ragionevole, tenendo conto della diversità di stime (III.1.42);
 - se i risultati sono espressi in forma di range di valori, non può essere il range troppo ampio (II.1.3 e III.1.42);
 - la valutazione finale non può essere una media semplice, ma deve tenere conto del ordine di criteri di valutazione sulla cui singola affidabilità si è passato, specie 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 criteri, si deve spiegare come si è ottenuto il risultato: normalmente la media semplice di diversi criteri non è per sé una spiegazione, in quanto i diversi criteri fanno riferimento a vantaggi e svantaggi diversi (IV.2.10);
 - specificare il peso attribuito ai risultati ottenuti con i diversi criteri (IV.2.10);
 - nelle valutazioni legali il metodo patrimoniale è il solo che ha obiettivi reddituali e indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio del nuovo) 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, il che significa che la differenza 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. Per le argomentazioni già espresse al paragrafo 4.1.2.

EVENTUALE Il valore economico del capitale della compagnia 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 ...

La sintesi dei risultati ottenuti è la seguente:



VALUTAZIONE	
METODO ADOTTATO: _____	20
Ponderazione: _____	0
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 i rischi e le incertezze evidenziate, il valore economico del capitale della **Company srl** è stimato in € (.....).

La valutazione si riferisce al Lo scrivente ha potuto constatare che non sono intervenuti fattori interni o esterni che possano inducere a modificare le conclusioni cui si è pervenuto.

oppure

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

Data, _____

FIRMA DELL'ESPERTO

ALLEGATI

