



COMPANY NAME



COMPANY SRL

Relazione di valutazione alla data del 30.09.23

Rimini, 30 settembre 2023

A cura di:
Rossi & Associati

SOMMARIO

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

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

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

1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima

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

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

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

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

oppure

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

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

oppure

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

(eventuale)

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

1.1.2 Identità del committente e dei destinatari

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

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

1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della valutazione è l'intero patrimonio sociale della società valutata (art. 2473 del Codice Civile) e, quindi, l'intero patrimonio netto della società valutata, comprensivo di tutti i beni e di tutti i diritti, quindi

oppure

Oggetto della valutazione è una quota di partecipazione pari al $X\%$ del capitale sociale della società valutata, quindi proceduto, dapprima, alla valutazione della partecipazione in base ai principi contabili applicabili alla partecipazione previa applicazione di adeguati coefficienti di correzione per effetto di garanzia, determinati nel paragrafo 4.2.6.

oppure

Oggetto della valutazione è un ramo d'azienda, inteso come l'insieme di attività e passività necessarie al suo funzionamento, che include le attività e le passività necessarie al suo funzionamento, nonché i diritti e i doveri inerenti alla gestione dell'azienda.

L'unità di valutazione è l'intera azienda riferita al bilancio di esercizio, o, in alternativa, il ramo d'azienda.

oppure

Poiché l'azienda oggetto di valutazione è un'attività complessiva, è stata valutata in aree di business e in seguito valutata per sommi capi (art. 2473 del Codice Civile). I metodi con cui sono state valutate le singole unità di valutazione sono descritti nel paragrafo 4.1.2.

oppure

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

1.1.4 Presupposto dell'esistenza dell'azienda

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

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

eventuale

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

² La valutazione economica è effettuata in base a due diversi presupposti: la continuità dell'azienda (*going concern*) e la liquidazione.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il X (PIV 1.1.3), e pertanto informazioni e dati sono contemporanea (PIV 1.8.3).

eventuale

La presente valutazione deve pertanto intendere essere basata su dati e informazioni (PIV 1.1.3) che sono state utilizzate solo informazioni storiche e non informazioni prospettive, e non è stata influenzata da condizionali dai fatti che poi sono realmente accaduti o che possono seguire (PIV 1.1.3).

1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dall'organo di amministrazione della società oggetto di valutazione per un aumento del capitale sociale con ingresso di nuovi soci, per il riacquisto di quote di partecipazione in caso di recesso di un socio, oppure in vista dell'ingresso di nuovi soci, oppure per fini fiscali (ad esempio per l'affrancamento fiscale delle quote di partecipazione, per la determinazione dell'importo dell'imposta di successione, 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 informazioni e dati di natura tecnica o di natura soggettiva.

oppure

La valutazione è stata effettuata con prospettiva di un investitore (Signor Z), in quanto tiene conto di fattori che accrescono il valore della società (ad esempio, per la mediazione di un agente, 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 valutazione si riferisce al **valore economico del capitale**, detto anche **valore fondamentale**, della società oggetto di valutazione. Tale configurazione del valore aggiunto si esprime in termini di valore di mercato, e, in presenza di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla perfezione il valore della società, in quanto, in presenza di trasparenza informativa, i benefici economici offerti dall'unità di valutazione e da essa generati (PIV 1.6.8).

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

³ Il valore aggiunto è il valore aggiunto che un'attività può generare per uno specifico soggetto, ad esempio, in presenza di trasparenza informativa, è più attraente l'attività per quel soggetto (PIV 1.1.2).

oppure

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

oppure

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

Oppure, quando la prospettiva della valutazione è

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

Eventuale. Poiché la presente stima è espressa in termini di **valore** speciale e/o alle condizioni ipotetiche illustrate dettate dal paragrafo 1.1.9, un operatore razionale considererebbe alla data di valutazione la configurazione di **valore** intendersi **valore potenziale** (PIV 1.6.11).

Eventuale. La predetta configurazione di **valore** è intesa al netto dei costi di negoziazione (imposte, tasse, mediazioni, ecc.).

1.1.9 La valuta funzionale

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

1.1.10 Modalità di espressione del valore

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

oppure

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

1.1.11 Definizione della relazione

⁴ Il **valore** è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato alla data della valutazione, ovvero il prezzo di negoziazione fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, privo di vincoli preesposti a particolari condizioni (obbligo a vendere o comprare).

La presente relazione è stata completata e firmata in

1.2 ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO

1.2.1 Identità dell'esperto

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

oppure

Il presente incarico è stato ricevuto dalla **X** (o/le/di consulente **X**) che si è impegnata a X, in via X, P.I. X, C.F. X. L'incarico è stato ricevuto dal professionista **X**, con Studio professionale a X, in via, P.I. X, C.F.:

1.2.2 Attestazione di competenza professionale

Il sottoscritto dichiara di essere iscritto al **X** Dottori Commercialisti e Esperti contabili di **X** – sezione A, al nr **X**, al Registro dei **X** al nr **X**, non iscritto al Registro dei Consulenti tecnici del Giudice del Tribunale di **X** e, tenuto conto del settore delle **X**, dichiara di possedere la competenza e l'esperienza nel campo delle **X** (PIV II.2.5, IV.7.1 e PIV IV.2.2, per le valutazioni legali).

1.2.3 Attestazione di conformità al codice

Il sottoscritto dichiara la conformità al Codice *Principles of Professional Valuer* dell'IVSC⁵.

1.2.4 Attestazione di indipendenza

Il sottoscritto dichiara:

- di non essere legato, direttamente né indirettamente, alla **X** presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale, né di avere una situazione di dipendenza di giudizio;
- di non avere alcun rapporto di lavoro, di collaborazione o di associazione professionale/società di cui il medesimo fa parte;
- che l'impegno sottoscritto in qualità di **X** non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di **X** determinati;
- che il compenso per il completamento del presente incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di **X** determinati o indirizzamenti sul valore, né al

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

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

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

oppure

Il sottoscritto esperto dichiara di agire in qualità di esperto indipendente ai sensi del comma 1 dell'articolo 10 del D.Lgs. n. 109 del 2006 (PIV II.1.3).

1.2.5 Dichiarazione di presenza di ostacoli alla stima

Il sottoscritto dichiara la presenza dei seguenti ostacoli (diretti o indiretti), ma ritiene che la circostanza non sia di ostacolo alla stima in quanto:

1.2.6 Attestazioni di adesione

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

oppure

Alla luce di quanto previsto dall'articolo 10 del D.Lgs. n. 109 del 2006, il sottoscritto si è discostato dai PIV in relazione a ...; tale eccezione ha i seguenti effetti sulla stima finale (PIV 1.2.2).

1.2.7 Attestazione di idoneità e completezza delle informazioni

Il sottoscritto dichiara di aver percorso il processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio in merito al valore economico delle informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di idoneità e completezza (PIV 1.2.1).

1.3 SPECIALISTI

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

Il sottoscritto dichiara che non esistono elementi che dubitare della credibilità ed affidabilità della base informativa utilizzata e che il specialista ha fornito una base di dati 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 si è in grado di esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati ottenuti dallo specialista).

1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate

Indicazioni dei PIV:

- si dovrebbe garantire, per quanto possibile, la completezza della base informativa;
- più è ristretta la base informativa maggiore è l'incertezza e la ricerca di ulteriori dati di supporto (1.5.8);
- in caso di limitazioni gravi, se mancano i mezzi 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 ai quali non può essere rilasciata né una valutazione né un giudizio sono sufficienti per esprimere un giudizio;
- la possibilità di far uso delle informazioni disponibili dipende dalla loro natura, dalla loro data di redazione della relazione dipendente dalla loro pertinenza, dalla loro fonte, dalla legge, dalle finalità della stima, dall'esigenza di riconciliare le informazioni tra loro e con la realtà e pubblica, da specifici fatti e circostanze; occorre valutare l'attendibilità delle informazioni (1.8.1);
- se la configurazione di valore è il valore di mercato, gli eventi significativi di valutazione possono essere considerati solo se ci sono informazioni avute in merito che possono essere considerati dai partecipanti al mercato con diligenza ragionevole e diligente: occorre valutare se inattesi (PIV 1.8.2).

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

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

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

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

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

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

⁶ I citati PIV sono infatti, se l'esperto si formi un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettive, il risultato di un lavoro di valutazione ha emanato in data 16.03.2023 il Discussion Paper n.

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

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

(eventuale) I piani previsionali redatti dalla società sono stati discussi con i soci e i dirigenti e per le ragioni dettagliatamente indicate nel paragrafo 1.4.3).

Ulteriori informazioni di natura pubblica e di interesse generale sono state raccolte dal sottoscritto, in particolare quelle riguardanti il mercato di riferimento e il mercato finanziario, (eventuale) le società confrontate (dati finanziari, bilanci, dati delle 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 e ai dirigenti.

Il sottoscritto dichiara che le informazioni fornite dal management sono disponibili alla data della valutazione, sono ragionevoli e complete, e che il sottoscritto è adeguato e sufficiente ad esprimere un giudizio di ragionevolezza (IV.1.1 e 1.4.3).

(eventuale)

Il sottoscritto dichiara che a sua conoscenza non sono state riscontrate informazioni ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinario dovere di diligenza (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 completezza dell'informazione rilevante), e che questi riflettono la piena conoscenza della Direzione, tutti i fatti economici, tecnici e contabili della società, e che il sottoscritto non è conoscenza di ulteriori passività, anche se non è stato richiesto.

(eventuale)

Il sottoscritto ha ottenuto dalla società la garanzia di completezza ed accuratezza dei dati e informazioni (queste informazioni sono state verificate dalla completezza dell'informazione rilevante), e che questi riflettono la piena conoscenza della Direzione, tutti i fatti economici, tecnici e contabili della società, e che il sottoscritto non è conoscenza di ulteriori passività, anche se non è stato richiesto. Il sottoscritto assume la responsabilità in merito alle ipotesi alla base dei dati e informazioni dalla stessa società e dalla dichiarazione da parte del management di non essere conoscenza di fatti e circostanze che non siano stati considerati nel piano (PIV III.1.24).

1.4.2 Limitazioni all'uso informazioni prospettiche

1/2023, intitolato "L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda", rinvenibile sul sito www.fondazionegeov.it con la finalità di fornire linee guida e principi che possano aiutare l'esperto a valutare un piano industriale o, più in generale, una proiezione di dati finanziari. E' utile ricordare che l'indicato Discussion Paper riporta che "L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse la professione di valutatore professionista riterrà che l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa ragionevole 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 attuale e dei piani strategici e previsionali predisposti e approvati dalla società;
- (eventuale) i documenti esaminati relativi ai piani di lavoro di costruzione, sono stati oggetto di analisi critica per la loro credibilità e plausibilità;
- (eventuale) la Direzione aziendale non ha valutato l'impatto merito alle ipotesi alla base dei piani previsionali de...
- (eventuale) la presente valutazione si è basata su dati entro la 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 limitative su... e hanno influito sulla valutazione in misura;
- (eventuale) la valutazione si è basata su ipotesi che 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 assistite, non necessariamente ci si attende che si realizzino, non hanno un forte impatto sul risultato della valutazione;
- (eventuale) le stime prospettive riguardano ipotesi che in parte devono essere intese **ipotesi sensibili** e hanno una certa possibilità di subire variazioni nel tempo, e sulle quali non sono stati compiuti adeguati studi di valutazione;
- (eventuale) la valutazione si fonda sulla previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto tiene conto della possibilità di verificarsi di eventi futuri di natura straordinaria, inattesi e prevedibili, di natura esogene ed endogene, successivi alla data di riferimento della valutazione, e di norme normative eventualmente applicabili, variazioni normative, legislative, ecc.

Limitazioni

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

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



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

Particolarità riscontrate

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

Richiami di informativa

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

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

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

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

2.1.1 Dati

La base informativa esaminata e valutata 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 2019-2020-2021-2022;
- bilanci di verifica al 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022;
- situazione contabile;
- bozza di bilancio al 31/12/2022;
- budget, con scostamenti, relativi al periodo 2023-2024;
- budget relativo al periodo corrente;
- piano industriale 2023-2026 con indicazione se sia stato approvato dal consiglio di amministrazione, ed indicazione delle finalità di redazione;
- studi ed analisi di mercato;
- studi ed analisi di prodotto (o servizio);
- dichiarazioni dei redditi degli ultimi tre anni;
- contratti in essere con i principali clienti e fornitori;
- portafoglio ordini in essere;
- copie dei contratti di leasing in essere e relativi piani di ammortamento;
- copie dei contratti dei mutui in essere e relativi piani di ammortamento;
- copie delle licenze / autorizzazioni.

- copia dei contratti di locazione e affitto;
- statuto della società e delle eventuali controindicazioni;
- i Patti parasociali;
- informazioni su contratti, vincoli o fattori che potrebbero influire sul controllo della società;
- visura camerale con elenco soci della società e dei contratti;
- libro cespiti;
- breve descrizione e dati catastali delle proprietà della società e eventuali controllate;
- perizie di valutazione e/o rivalutazione delle proprietà;
- informazioni circa gli *intangibles*;
- inventario merci al xxx;
- elenco dei crediti inesigibili; stato dei debiti per data di riferimento vero mastri con progressivi;
- stampa dei fornitori per data di riferimento vero mastri;
- informazioni su crediti/debiti in mora e protasse e più;
- evidenza delle principali operazioni in corso in corso;
- visura Centrale rischi;
- affidamenti distinti tra Conto Corrente e Conto di Credito con indicazione dei tassi applicati ed informazioni circa eventuali rami;
- informazioni sulla presenza di conti correnti e di conti di credito;
- fidejussioni e garanzie;
- delibere o corrispondenze di natura contabile (crediti e/o infruttiferi) con piano di ammortamento. Evidenziare i rami dei rami;
- cause in corso o pendenti (contenziosi, 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 lavoro;
- richieste di finanziamento;
- piani di ripianco con taluni fornitori, con indicazione di regolarità di pagamento;
- Informazioni sui rami nel pagamento di rami/previdenziali ed eventuali previsioni di pagamento;
- Informazioni circa Rate non pagate e rami ed eventuali previsioni di pagamento;
- protasse decreti ingiuntivi e piani di pagamento;
- valore di gestione di questi periodi ricevuti;
- perizie di valutazione della società.

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

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

Le informazioni relative all'analisi strategica, al quale è stato fatto riferimento e che sono state raccolte dal sottoscritto attraverso la fonte.....

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

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

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

Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici e finanziari utilizzati per la valutazione sono stati fatti con riferimento a quelli disponibili alla data di valutazione.

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

2.1.2 Ipotesi

Indicazione dei PIV:

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

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

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

- qualsiasi giudizio riferito alla ragionevolezza finanziaria, però, non dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie: a) assenza di ragionevolezza; b) ragionevolezza limitata; c) assenza di ragionevolezza.

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata, gli interventi che l'esperto può attuare sono: a) approfondimento delle informazioni e degli elementi prospettici; b) aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere il rischio non prospettico; c) affiancamento ai criteri di valutazione fondati su dati storici; d) affiancamento ai criteri di valutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione di informazioni prospettiche di un minore peso nella identificazione del risultato di bilancio di riferimento.

I piani previsionali e di bilancio della società di cui è stata valutata l'azienda sono stati predisposti dalla Direzione aziendale e dalla stessa azienda (ovvero dall'organo di governo che però non ha formalizzato un'apposita delibera di approvazione).

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

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

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

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

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

⁸ L'OIV, nel citato Edizione n. 1/2023, 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 Previsioni quelle basate su ipotesi ipotetiche, ossia su ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, e 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 quanto alla parte del sottoscritto, il quale non ha provveduto ad aggiornare le stime, basandosi preferendo tenere conto del grado del rischio, e della determinazione dei flussi di attualizzazione (PIV III.1.2).

(eventuale) Poiché l'azienda è a regime con perdite, stante l'assenza di piani previsionali (o l'assenza di ragionevolezza dei piani) del sottoscritto, i risultati osservati nel recente passato (esercizi 201X-201Y) sono stati utilizzati (PIV III.1.27).

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

2.1.3 Peso assegnato ai vari elementi informativi

Indicazioni dei PIV:

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

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

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

oppure

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

oppure

Ai fini della valutazione è 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 proiezione) (PIV I.5.5).

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici ed evoluzione

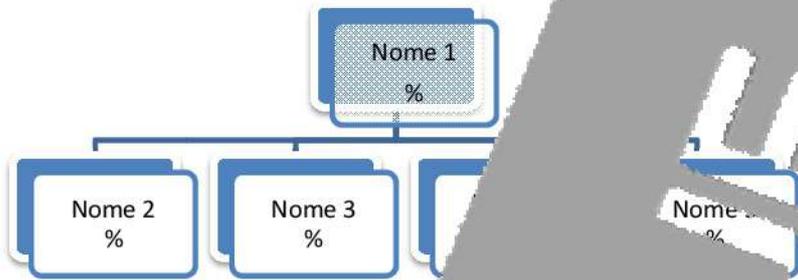
PRESENTAZIONE SOCIETA'	
Ragione sociale:	
Forma giuridica:	
Data costituzione:	
Compagine societaria:	
Governance:	
Date rinnovo cariche:	
Maggioranze assemblee:	
Altre caratteristiche statutarie:	
Società collegate/controllate:	
Sedi:	
<ul style="list-style-type: none"> • Legale • Amministrativa • Operativa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

La XXXX è stata fondata nel XXXX

La sede legale/operativa/pubblica è

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





Specificare legami con altre imprese.....

Amministrazione e governance

L'azienda ha il modello di governance di Amministratore composto da cinque membri in carica sino al X, il cui compito è la gestione ordinaria e straordinaria, mentre di Consiglio di Amministrazione con poteri gestionali e di amministrazione.

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



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

Organo di controllo

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

Note contabili e legali

La società è in regime naturale di contabilità ordinaria (eventuale) La società si avvale della trasparenza contabile.
 Specificare se la società è dotata di adeguati sistemi di programmazione e controllo di gestione, se sviluppa regolarmente Budget e se i risultati sono effettivamente conseguiti.

Specificare se esistono procedure operative per la prevenzione del rischio.
 La società ha/non ha attemperato alle norme di organizzazione "previdente" atte ad evitare l'automatica estensione alla responsabilità del D.Lgs 8.6.01 n.231.

Segnalare la presenza di clausole di conciliazione stragiudiziale (artt. 380-385/2003) per la risoluzione delle eventuali controversie societarie.

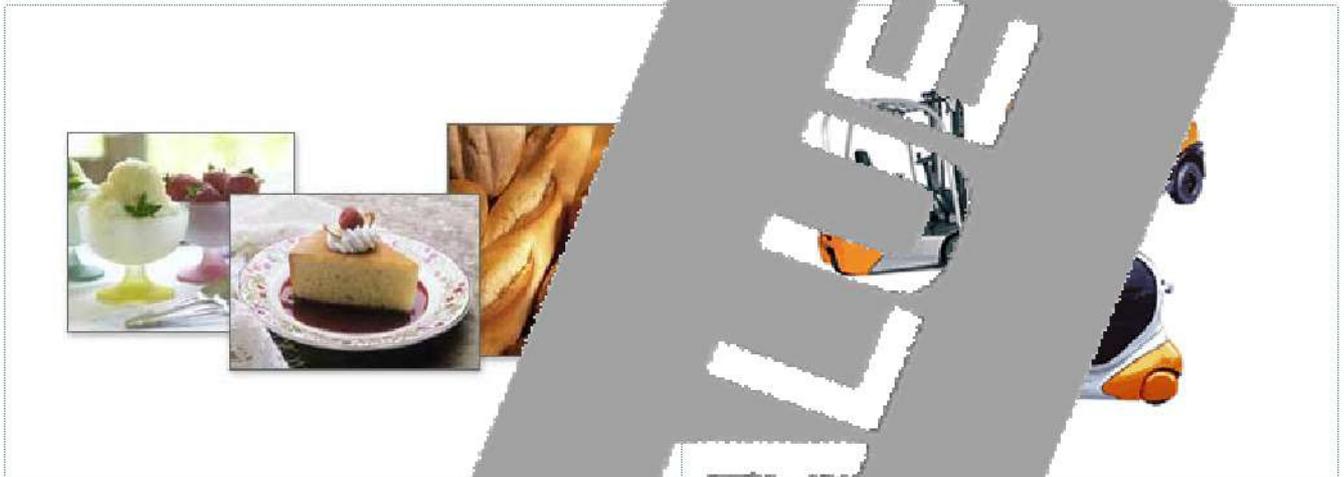
In merito al diritto di recesso del socio il regolamento prevede:

Evoluzione della società

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

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





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

Categorie dipendenti	2021	2022
Dirigenti	0	0
Intermedi	0	0
Impiegati	0	0
Operai	0	0
Totale	0	0

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



Elementi distintivi che caratterizzano l'unità di valutazione

.....

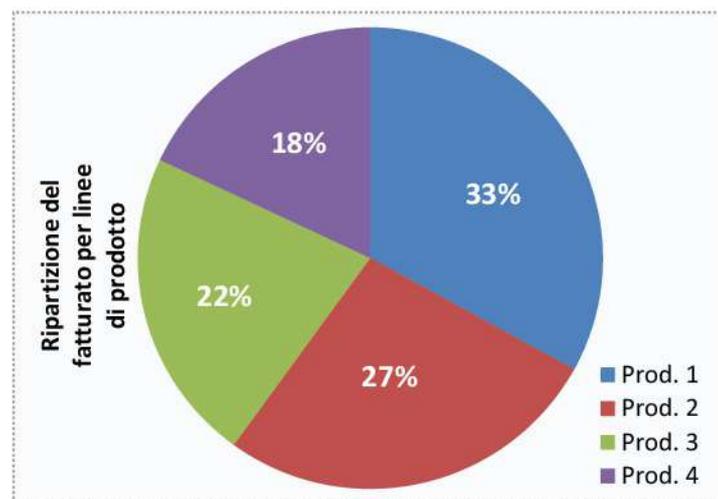
3.1.2 Le aree di business e i prodotti

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

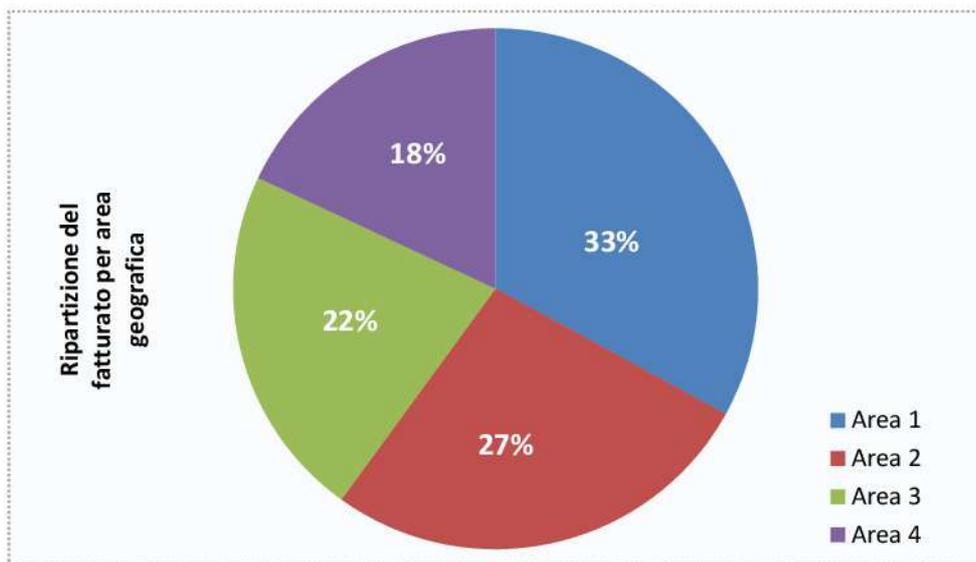
- a)
- b)
- c)

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

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



Andamento atteso dei prezzi



3.1.3 Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Negli ultimi anni il settore...

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

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

Swot

<p>Punti di Forza</p> <ul style="list-style-type: none"> • Trasporto a costi marginali; • Capillarità del network; • B.E. elevato: network non rende; • Consapevolezza di un nuovo... • Legame storico con il punto... 	<p>Punti</p> <ul style="list-style-type: none"> • Complessità del... • Infrastruttura e-commerce ancora debole; • Difficoltà tras... • Nuova cultura; • Dal... • Prevedibile, la... • Le seguenti... • Affrontare le...
<p>Opportunità</p> <ul style="list-style-type: none"> • Legge Bersani e liberalizzazione della vendita di prodotti e... • First mover nella... • Alto potenziale di... • Allargamento d... 	<p>Rischi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Possibile... • I distributori... • Potenziale... • Altre...

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, sul **contesto economico e macroeconomico**. In particolare:

Grado di maturità del settore. Il **settore** di riferimento è costituito da un'altra attività, prevalentemente rappresentato da YYYY⁹.

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

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

Dal lato dell'offerta:

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

Analisi della concorrenza:

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

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

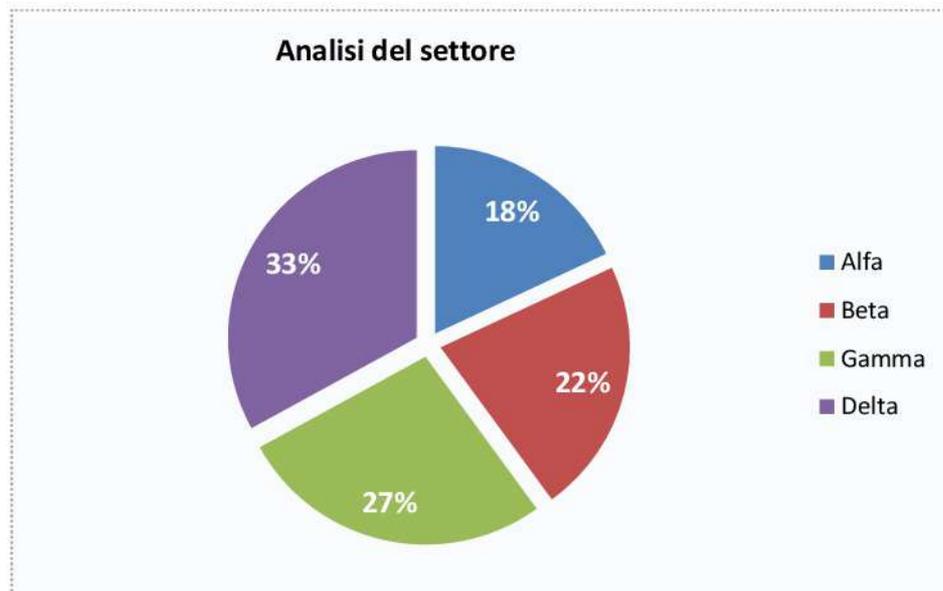
- a livello strategico
- a livello operativo

⁹ Citare fonte



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 2019/2021. L'analisi di tali bilanci

C.E.	ANNI	Conto economico		2020		2021	
		€	%	€	%	€	%
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	2020		2021		2022	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Clienti e Crediti diversi		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risconti attivi		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Magazzino		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attivo Corrente		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Materiali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Immateriali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attivo Fisso		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CAPITALE INVESTITO		0	0%	0	0%	0	0%
Debiti finanz. a breve		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fornitori e Debiti div.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Passivo Corrente		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri debiti a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Passivo Consolidato		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Mezzi Propri		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
TOTALE FONTI		0	0%	0	0%	0	0%

Rendiconto Finanziario

Positivi=Fonti (Negativi)=Impieghi	2021	2022
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		0
Magazzino Netto		0
Altri Crediti Operativi		0
= Variazione Attivo Circolante		0
Debiti Commerciali		0
Altri Debiti Operativi		0
= Variazione Passivo Circolante	0	0
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVA	0	0
Immobilizzazioni Materiali	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0
Disinvestimenti	0	0
= CASH FLOW ATTIVITA' OPERATIVE	0	0
Rimborso Finanziamenti a Breve	0	0
Erogazione dividendi	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	0	0
Accensione Mutui a Breve M/L	0	0
Variazione Capitali di Riserva	0	0
= SALDO FINANZIARIO A BREVE ESERCIZIO	0	0
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	0	0

RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2022	2022
A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa		
Utile (perdita) dell'esercizio	505.358	65.524
Imposte sul reddito	533.545	222.799
Interessi passivi/(interessi attivi)	1.162.165	-214.380
(Dividendi attivi)	0	0
(Plusval.)/Minusv.derivanti da cessione di attività	-6.981	0
1. Utile(perd.) es. ante imposte,inter.,div.,plus/minus	2.194.086	73.943
<i>Rettif.per elementi non monet.senza controp. nel C.C.N.</i>		
Accantonamenti ai fondi	248.162	980.584
Ammortamenti delle immobilizzazioni	898.933	1.041.849
Svalutazioni per perdite durevoli di valore	0	0
Rettifiche di Attività e Pass. fin. di strum. Fin. Derivati	0	0
Altre rettifiche per elementi non monetari	0	0
<i>Totale rettifiche elementi non monetari</i>	<i>1.147.095</i>	<i>2.022.433</i>
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	3.341.182	2.096.376
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>		
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	1.730.335	-93.901
Decremento/(Incremento) dei crediti vs clienti	4.422.176	1.670.641
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori	-2.592.241	-1.100.952
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi	117.656	-201.406
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	-1.051	-16.275
Altre variazioni del capitale circolare netto	-73.877	-75.564
<i>Totale variazioni capitale circolante netto</i>	<i>3.602.998</i>	<i>182.541</i>
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	6.944.180	2.278.918
<i>Altre rettifiche</i>		
Interessi incassati/(pagati)	-1.162.165	214.380
(Imposte sul reddito pagate)	-533.545	-222.799
Dividendi incassati	0	0
(Utilizzo fondi)	-137.343	-702.058
<i>Totale altre rettifiche</i>	<i>-1.833.053</i>	<i>-710.477</i>
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	5.111.127	1.568.440
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività investimento		
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		

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

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

3.4 I PIANI PREVISIONALI E LE RENDITE PREVISIONALI

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

FATTURATI

I fatturati sono stati calcolati sulla base delle seguenti ipotesi:

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

Anni	Storico	2025	2026	2027
Categorie	€	€	€	€
	Mix	Var./Mix	Var./Mix	Var./Mix
Altri Prodotti	14%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Prodotti	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Servizi	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
Altri Servizi	0%	0%	0% / 14%	0% / 14%
	0	0	0	0
	0,00%	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 2022	2023	2024	Previsionali 2025	2026	2027
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 2022	2023	2024	Previsionali 2025	2026	2027
Lavorazioni Esterne		0	0	0	0	0	0
Manutenzioni Tecniche		0	0	0	0	0	0
Leasing		0	0	0	0	0	0
Royalties su Brevetti		0	0	0	0	0	0
Locazioni, Affitti e Noli		0	0	0	0	0	0
Altro		0	0	0	0	0	0

RICERCA & SVILUPPO

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

Categorie	Anni	Principali Spese e Costi di Ricerca e Sviluppo		
		Storico 2022	2023	2027
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 di....

	Anni	Risorse		
		2025	2026	2027
Dirigenti		0	0	0
Intermedi		0	0	0
Impiegati		0	0	0
Operai		0	0	0
Totale		0	0	0

Indicare la previsione quantitativa e qualitativa del personale dipendente



Costo del lavoro

(incluso Tfr)	Storico 2022	2023	2024	2025	2026	2027
Amministrativi¹¹	0	0	0	0	0	0
Commercianti¹²	0	0	0	0	0	0
Prod. Diretti¹³	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 0,00 ore.

SPESE GENERALI

Le principali spese generali previste sono stimate di seguito:

Principali Costi e Spese Generali

	Storico 2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	2023	2024	2025	2026
TERRENI	0	0	0	0	0
IMMOBILI OPERATIVI	0	0	0	0	0
IMPIANTI	0	0	0	0	0
MACCHINARI	0	0	0	0	0
ATTREZZATURE	0	0	0	0	0
ARREDI E MOBILI	0	0	0	0	0
MACCHINE ELETTRON.	0	0	0	0	0
MEZZI TRASPORTO	0	0	0	0	0
BENI NON OPERATIVI	0	0	0	0	0
BREV.,MARCHI,SOFTW.	0	0	0	0	0
AVVIAMENTO	0	0	0	0	0
COSTI DI SVILUPPO	0	0	0	0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0	0	0	0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0	0	0	0	0
PARTECIPAZIONI	-	0	0	0	0
Totale					0

Illustrare tempificazione degli investimenti e dei pagamenti.

FISCALITA'

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

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

FONTI DI FINANZIAMENTO

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



Affidamenti c

Tipologia	Anni	2023		2024		2025		2026		2027	
		Tasso	€/000								
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale		0									

Mezz lung

Tipologia	Anni	2023		2024		2026		2027	
		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 2023-2027, ipotizzati assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel **paragrafo**



Conto economico

Anni	Storico 2022	Previsionali				
		2023	2024	2025	2026	2027
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.I.	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti materiali	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti immateriali	0	0	0	0	0	0
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0
Risultato Operativo	0	0	0	0	0	0
Oneri Finanziari	0	0	0	0	0	0
Proventi Finanziari	0	0	0	0	0	0
Gestione Straordinaria	0	0	0	0	0	0
Gestione non operativa	0	0	0	0	0	0
Imposte	0	0	0	0	0	0
Risultato Netto	0	0	0	0	0	0

Stato Patrimoniale

	Anni	Previsionali				
	Storico 2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	2025	2026	2027
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE			0
M.O.L. (EBITDA)	0	0	0
(+) Saldo Gestione Finanziaria			0
(-) Imposte d'Esercizio			0
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.	0	0	0
(+) Accantonamento T.f.r.			0
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE			0
Crediti Commerciali	0	0	0
Magazzino Netto	0	0	0
Altri Crediti Operativi	0	0	0
= Variazione Attivo Operativo	0	0	0
Debiti Commerciali	0	0	0
Altri Debiti Operativi	0	0	0
= Variazione Passivo Operativo	0	0	0
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	0	0	0
Immobilizzazioni Materiali	0	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVITÀ OPERATIVE	0	0	0
FREE CASH FLOW	0	0	0
Rimborso Finanziario (Debiti a M/L)	0	0	0
Erogazione di prestiti	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	0	0	0
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	0	0	0
Variazioni Capitale e Riserve	0	0	0
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO	0	0	0
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	0	0	0



RENDICONTO FINANZIARIO OIC 10

Fonti=Valori positivi; Impieghi=Valori negativi	2020	2021	2022	2023	2024	2025
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%	▽	0,00%
Oneri Finanz./Capitale investito		0,00%	0,00%		
Incidenza Consumi		0,00%	0,00%	▽	0,00%
Costo materie prime/Valore prodotto		0,00%	0,00%		
Incid. Costo lavoro		0,00%	0,00%	△	0,00%
Costo lavoro/Valore prodotto		0,00%	0,00%		
Incid. Costo lavoro		0,00%	0,00%	△	0,00%
Costo lavoro/Valore aggiunto		0,00%	0,00%		
Fatturato per cessione		€0	€0	△	€0
Valore aggiunto/Valore prodotto		€0	€0		
Valore Aggiunto		€0	€0	△	0,00%
Valore aggiunto/Valore prodotto		€0	€0		

Indicatori di redditività

	Storico 2022	2023	2024	Previsionali			Trend
	2025	2026	2027				
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
2020 = 0,00%	0,00%	0,00	0	0,00	0,00
2021 = 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00
2022 = 0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00

R.O.E.	ROS RO Fatturato	TURN Fatturato Capitale	TRAC Cap. Netto	FISC. RN Lordo
2022=0,00%	0,00%			0,00
2023=0,00%	0,00%		0,00	0,00
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

ANALISI PATRIMONIALE E FINANZIARIA

Lo scopo della presente analisi è quello di valutare le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario (prezzi) l'adeguatezza della natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento (-). L'equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella dei capitali onerosi (equilibrio patrimoniale) e del capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare se l'azienda (impieghi- fonti) è in grado di produrre flussi monetari e, cioè, di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la stessa deve sostenere.

Posizione finanziaria netta		2021	2022
Euro			
+Cassa			
+Banche att.			
+Attività Fin.			
- Banche correnti			
-Altri fin.			
-Altra			
P.F. Netto			
+ Crediti finanziari > 12 mesi			
- Crediti finanz. > 12 mesi			
risiduo			
operativi			

- 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	2022	2021	2020	2019
+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	2021	2022	
I. Complessivo copert. Immobil.				0,00
Fonti permanti/Attivo Immobilizz.				
I. Autocopertura Immobilizzaz.				0,00
Mezzi propri/Attivo Immobilizzato				
Debt Equity ratio				0,00
Capitale di terzi/Mezzi propri				
Rapporto Indebitam. Oneroso*				0,00
Ind.Finanz.N.Compl./Mezzi propri				
P.F.N./Mezzi Propri**				0,00
Current ratio				0,00
Attivo Circol./Passivo Circol.				
Quick ratio				0,00
(Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Passivo Circol.				
Indice di Altman				0,00
Durata media dei crediti				0
Giacenza media dei crediti (gg)				0
Durata media dei debiti				0
Cash flow				€ 0
Indebitam. Finanziario compl.*				€ 0
Posizione Finanziaria**				€ 0
Cash Flow/ Fatturato				€ 0
P.F.N./Fatturato				0,00
P.F.N./MO				0,00

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

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

Analisi del Cash Flow

	2021	2022
--	------	------



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

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

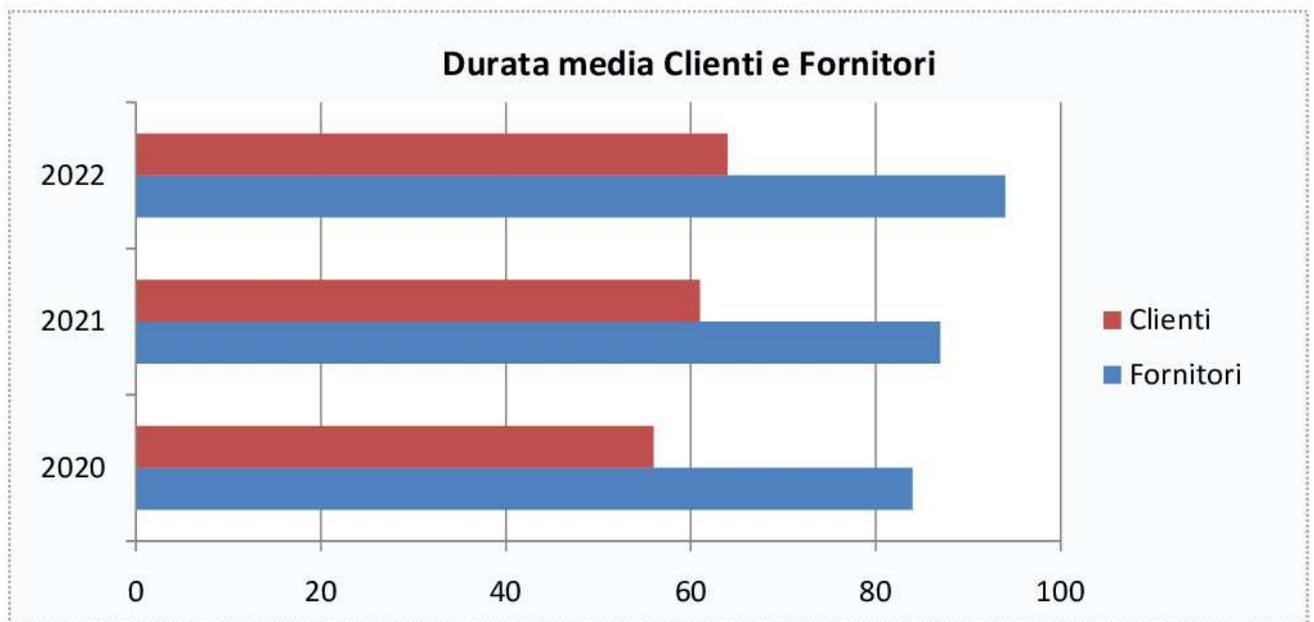
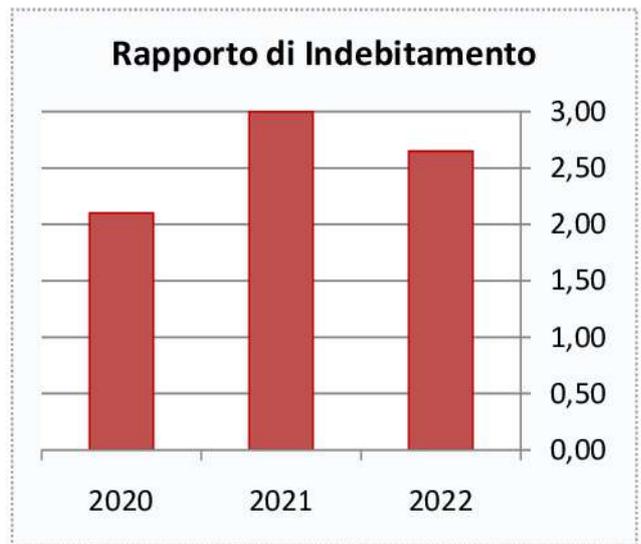
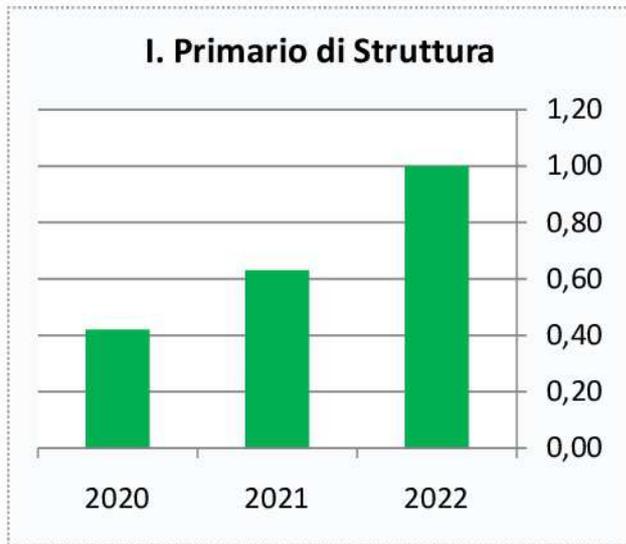
*L'"Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

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

Analisi del Cash Flow

Euro	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risultato d'esercizio	0	0	0	0	0	0
- Lavori economia	0	0	0	0	0	0
+/-Svalutaz./Rivalutaz.	0	0	0	0	0	0
-Imposte anticipate	0	0	0	0	0	0
+Svalutaz.cred.e mag.	0	0	0	0	0	0
+ Amm.ti e sval. Immob.	0	0	0	0	0	0
+ Acc.to F.di Rischi netti	0	0	0	0	0	0
+/-Altro	0	0	0	0	0	0
Cash Flow	0	0	0	0	0	0

Dall'analisi degli indici emerge....



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

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

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

3.6 ESAME DEI RISCHI

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

3.7 L'ANALISI DEI RISCHI

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



4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIÙ

4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

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

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere di acquisto o di rimpiazzo (l'ordine di valutazione con una di utilità equivalente (l'ordine di valore) verso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando applicabile) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico e funzionale) dell'azienda (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni 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 rischio e del grado di incertezza sulla loro manifestazione (PIV 1.16.2). Aggiungendo al valore di natura patrimoniale, una componente immatrimoniale (ad esempio, un premio in eccesso rispetto alla normale remunerazione del capitale investito (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 1.15.1). I dati di mercato di mercato e che non includano valori o informazioni anomali (perché non rappresentativi) metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio di mercato**.

e cinque **criteri** di valutazione (PIV 1.14.2):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce al valore 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 attività e passività (PIV III.1.1). Il "metodo patrimoniale complesso" vengono utilizzati anche per valutare le aziende immateriali, orientando la valutazione alle correnti di reddito che si riproducono nel corso di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni basate sulla valutazione di flussi di reddito distribuibile di lunga durata (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in corso di sviluppo nelle situazioni di crisi (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche che combinano il "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra il criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto il valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo costo patrimoniale reddituale (UEC)** e

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

- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sulla generazione del flusso di cassa, quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* e di un bilancio finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni di rischio e di attività generative che generano risultati variabili nel tempo, come per esempio le attività del capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodologia di applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali, a diverso premio e rischio, che conducono alla unità di valutazione oggetto di stima, osservando su un campione di una diversa unità di valutazione (PIV 1.1.5.3). Il campione deve essere scelto sulla base della confrontabilità del campione di aziende di riferimento, la registrazione di cui si collega il moltiplicatore con i driver sottovalutati. Inoltre, si attribuisce una diversa valenza i multipli desunti da società quotate e da società non quotate, quelli derivanti da società comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il rischio di credito. In generale una transazione di una società non quotata deve essere valutata con dati di società quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

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

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

E' necessario evitare l'uso di un numero eccessivo di metodi, sia la combinazione di procedimenti concettuali, sia l'attribuzione di uguale valenza ad un numero consistente di indicatori di variabili strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti.

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

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

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

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

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

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di cassa futuri, ed adottano il tasso equivalente al "costo di opportunità" del capitale, oppure considerano multipli del patrimonio netto o di altri indicatori per gli azionisti;
- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di cassa futuri, considerando l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano il "costo medio del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del patrimonio netto del complesso aziendale unlevered (PIV III.1.48) o del "valore investito" determinato con i metodi *Asset Side* valutando la "posizione finanziaria" (PIV III.1.49), in modo da ottenere il "Capitale economico netto". In pratica si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria" dal risultato della valutazione.

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

4.1.2. Individuazione dei criteri di valutazione

Indicazioni dei PIV:

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

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

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

oppure

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

oppure

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

oppure

Per la stima del valore economico del capitale della società X si è tenuto conto il **metodo comparativo dei Multipli**, tenuto conto della comparabilità della società X con le principali motivazioni:

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

oppure

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

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

-

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

Tali *surplus asset* o *redundant* hanno natura di risorse di riserva, tutto diversi rispetto a quelli appartenenti al *core business*, e, per la loro valutazione, sono stati utilizzando il metodo ...

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

Oppure

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

Pertanto, per la valutazione della società X si è scelto il metodo X, mentre per quelle delle società controllate è stato tenuto più adatto il metodo Y.

Nella scelta dei criteri si è tenuto conto delle seguenti motivazioni:

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



- del basso/alto livello di stabilizzazione dei flussi di risultato aziendale, in cui i flussi di risultato 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, a metodiche di mercato;
- della disponibilità/indisponibilità di un *business plan* aziendale, che presuma i risultati attesi nei prossimi esercizi, che ha reso possibile/impossibile l'uso di criteri finanziari;
- della qualità della base informativa;
- del livello di analisi fondamentale che si è riusciti ad effettuare;
- delle finalità della stima;
- della configurazione di valore ricercata.

4.1.3. Coerenza della scelta effettuata

Indicazioni dei PIV:

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

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

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

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

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

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

(esempio: risultati economici in crescita) ovvero

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.1.4. Identificazione dei principali fattori di rischio

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

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

(sempre)

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

(oppure)

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

(oppure)

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state 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, e 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 (Uec) con stime teoriche concorrenti

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

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

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea, è stato sviluppato dagli esperti C.A. e C.F. Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda si parte dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali e reddituali da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà basata sulle informazioni in funzione delle prospettive reddituali prospettive dell'azienda (esprese dall'Indice di redditività) e del "sovrareddito", e la sua successiva capitalizzazione, con un tasso di sconto per un periodo limitati anni. Infatti, è ragionevole pensare che l'azienda si stima potrà generare un sovrareddito (o sottoreddito) 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 e alla generazione di sottoredditi. L'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico, nel medio/lungo termine, non sarà in grado di soddisfare le aspettative di remunerazione del capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione del bene valutato sarà inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV).

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

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



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

Il criterio in argomento è di tipo *Equity Value* e si induce a stabilire la determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La valutazione si svolge attraverso due modalità:

- a) una valutazione patrimoniale "a valori correnti"
 - b) un'autonoma determinazione del valore del vantaggio.
- I PIV (III.1.34) richiedono che i periti, nella valutazione, agiscano in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. In particolare, il saggio di rendimento, in presenza di un reddito maggiore o minore rispetto a quello considerato, il suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei rispettivi paragrafi.

In particolare:

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

ALTERNATIVE

4.2.3 Valore patrimoniale: profili storici

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

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

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

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

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

Tra le passività vanno inclusi gli oneri fiscali, le plusvalenze accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati in base alle probabilità 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 (PIV III.1.30).

Il criterio di valutazione Patrimoniale di tipo "equity side" conduce direttamente alla determinazione del valore economico del capitale.

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

$$Ve = K$$

Ve = valore economico del capitale (equity side)

K = valore patrimoniale

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

$$Ve = K + I$$

Ve = valore economico del capitale

K = valore patrimoniale

I = valore degli beni immateriali (intangibili) indipendentemente dall'azienda.

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

ALTERNATIVE

4.2.1 Valore economico del capitale - Reddituale - profili tecnici

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

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

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante l'attualizzazione del flusso di ricavi economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico, il valore economico del capitale è il valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita temporale di un numero di anni, a secondo della probabile durata della vita dell'azienda, o del periodo di osservazione. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un flusso di reddito, è possibile e sostenibile, e possibile determinare il valore "Ve" del capitale che lo ha generato, e che il capitale investito è stato impiegato.

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

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

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

- Ve** = è il valore economico dell'azienda (side)
- R** = è il reddito disponibile di lungo periodo
- ke** = è il tasso di valutazione e costo opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31)
- a_n** = è il simbolo matematico del valore attuale con durata definita
- n** = è l'orizzonte temporale

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

In particolare:

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

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

- il valore di partecipazione in società non controllate;
- il valore di elementi **beni non operativi** presenti nel complesso aziendale da valutare.

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

ALTERNATIVE



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

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

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

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

$$\begin{aligned}
 & \text{Fatturato} \\
 & - \text{Costi della produzione} \\
 & = \text{Risultato Operativo} \\
 & - \text{imposte sull'EBIT} \\
 & + \text{Ammortamenti} \\
 & + \text{Accantonamenti} \\
 & = \text{Flusso di cassa operativo netto} \\
 & \pm \text{variazioni circolanti} \\
 & \pm \text{variazioni investimenti} \\
 & = \text{Flusso di cassa operativo netto (azienda)}
 \end{aligned}$$

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

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

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

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

ALTERNATIVA

Versione **Equity side**

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

$$g = IR - ROIC$$

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di rendimento

$ROIC$ = rendimento investito

Cioè un'azienda che investe il 20% del proprio valore e ha un ROIC prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 5%. È in genere da escludere che il tasso di crescita dell'economia nazionale (PIV III.1.37) o del settore a sua volta tende al tasso di crescita dell'azienda. Il calcolo del saggio g richiede uno sforzo sul fronte dell'analisi prospettica (prospettive azienda e sua crescita storica, barriere all'entrata, concorrenzialità, ecc.) per la misura dei vantaggi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

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

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

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

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

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

ALTERNATIVA

4.2.1. Il metodo dei Multipli Comparativi

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

Il metodo dei multipli di mercato si fonda 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 differenza di rischio, nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti di minoranza.

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

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

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

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

In caso di calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei valori medi del multiplo è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore rilevanza all'interno del campione stesso. Nell'uso di multipli medi, è necessario utilizzare i casi di media aritmetica o mediana o media armonica (Piv III.1.38).

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

(eventuale) Infine, il reddito medio normalizzato è stato determinato sulla base del calcolo della media ponderata dei redditi normalizzati per gli esercizi 2020, 2021 e 2022, attribuendo 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. (eventuale) Il risultato di riferimento è un peso preminente al risultato d'esercizio conseguito nel periodo chiuso il 31/12/2022, quanto maggiormente rappresentativo dei risultati aziendali.

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
RISULTATO ESERCIZIO	0	0	0	0	0	0	0	0
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0	0	0	0	0	0
-Amm.ti e Acc.ti	0	0	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche a Valutaz.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	0	0	0	0	0	0	0
-Eventi straordinari	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altro	0	0	0	0	0	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche Amm.ti per Inflazione	0	0	0	0	0	0	0	0
EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE	0	0	0	0	0	0	0	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Correttivo inflazione	9	99	100	101	101	102	102	102
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
P	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI

STORICO

REDDITO NORMALIZZATO

0

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

(oppure)

Normalizzazione del reddito normalizzato T. A.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA CIVILISTICO	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
-Valutaz. natura fisc.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altri componenti di reddito non durevoli	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA NOMINALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Correzione inflazione	0	0	0	0	101	101	102	102
EBITDA REALE NORMALIZZATO	0	0	0	0	0	0	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0



VALORI MEDI PONDERATI

PREVISIONE MEDIO

EBITDA NORMALIZZATO

0 0

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

(oppure)

Normale all'E. A.T. e .A.T.

	2025	2026	2027
EBIT CIVILISTICO	0	0	0
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0
- Amm.ti e Acc.ti	0	0	0
-Valutaz. natura f	0	0	0
-Compenso dire	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0
RETTIFICA EVASIONE RICORRENTI	0	0	0
-Altro	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE			
-Rettifiche per Inflazione	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				102	102
NOPAT NORMALIZZATO REALE	0	0	0	0	0	0
Ponderazione	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	CO	NALE	MEDIO
NOPAT NORMALIZZATO	0		0

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

4.2.3. Rivalutazione del Patrimonio Netto aziendale - Approccio a valori correnti

Si procede alla rivalutazione del Patrimonio Netto aziendale rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio di valore semplice/corrente, secondo la seguente formula:

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

Finalmente, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili delle attività e delle passività sono stati sottoposti ad opportune rettifiche ed integrazioni. Le attività svolte sono state rivalutate secondo i seguenti criteri:

- per quanto riguarda le attività, i documenti inviati sono stati riferiti alle poste attive iscritte in bilancio;
- per quanto riguarda le passività, i documenti inviati sono stati riferiti alle poste passivo iscritte in bilancio;

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

Come già ampiamente spiegato nel paragrafo 1.4.2, il sotto-capitale è stato valutato sulla base di un'analisi di natura *audit e/o revisione contabile*, ma si è limitato ad analizzare le informazioni contabili, non con spirito critico ed ad acquisire assunzioni di responsabilità delle informazioni contabili, per la completezza ed accuratezza delle informazioni ed elementi contabili.

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

STIMA DEI BENI MATERIALI

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

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

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

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

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

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

STIMA DEI BENI IMMATERIALI

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

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

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

In merito ai *Intangibles* prodotti immateriali sono stati considerati solamente quelli aventi tutte le caratteristiche di cui sopra, e cioè:

- identificabili in modo preciso;
- derivanti da contratti o da altri rapporti giuridici, e da cui si attenda un ritorno economico (Return);
- separabili dall'impresa.

Alcuni *Intangibles* specifici non sono stati valutabili non sono stati espressi separatamente dal *Goodwill*.

Infine, oltre a quanto sopra, è stata 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 intangibile di una società è il periodo nel corso del quale ci si attende che il bene contribuisca direttamente o indirettamente ai futuri flussi di cassa di tale società". I fattori che determinano la vita residua sono:

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



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

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

(oppure) Nella presente relazione si è ritenuto opportuno inserire carichi fiscali sui plusvalori ad un'aliquota del 50% corrispondente all'aliquota di dimezzamento prevista dal comma 2-ter, art. 176, D.P.R. 917/1985, applicabile ai plusvalori latenti dei cespiti facenti parte di aziende oggetto di operazioni straordinarie (fusioni e scissioni).

(eventuale) Infine, si è ritenuto opportuno 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 applicata nella seguente misura:

Voci rivalutate	Carico fiscale	Maggior valore	Fiscalità latente

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

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, comunemente nella misura del 20-50%.

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

ATTIVITA'	Contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
-----------	-----------------	------------	-----------------

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

dove:

Ke= è il costo figurativo del capitale proprio

E = patrimonio netto (equity)

D = indebitamento finanziario netto (Debt)

Kd= costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il costo medio ponderato del capitale investito rappresenta un indice delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, ponderato in base al peso sulla struttura finanziaria. Il tasso da adottare deve essere differente per i capitali che finanziano l'impresa, e in particolare per i capitali finanziari e quelli forniti dagli azionisti.

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

(oppure)

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

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

In primo luogo si è preso in considerazione il calcolo del "costo figurativo del capitale proprio", che rappresenta il costo 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*) (13). Poiché le metodologie per il calcolo sono molte, vanno specificate e giustificate. Poiché l'esperto deve illustrare e giustificare l'uso dei metodi utilizzati (PIV), deve specificare l'aggiunta di rischi specifici che si aggiungano ai rischi sistematici o per come il metodo adeguato la presenza di rischio paese nel *free risk*.

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

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

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

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 Eurostat (fonte www.dt.tesoro.it)).

oppure

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

Il **premio per il rischio (Equity Risk Premium)** rappresenta la differenza tra la media dei rendimenti di lungo periodo di un portafoglio di titoli azionari, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. Il premio per il rischio (Market Risk Premium - Research Summary di Damodaran, 2012) (Equity Risk Premium), è stato determinato utilizzando la metodologia di Damodaran (2012) riferita al mercato borsistico italiano. Oppure il premio per il rischio è stato determinato facendo riferimento alla banca dati specializzate di Damodaran (2012) (Damodaran, 2012) assumendo il premio per il rischio di mercato italiano (Market Risk Premium) stimato dalla stima è basata sul rating Italia di Moodys (www.moodys.com).

Il **coefficiente β**, infine, esprime la misura del rischio sistemico e misura quindi la rischiosità specifica della singola attività in relazione a quella dei rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio del mercato. Il premio per il rischio sistemico, il quale è non diversificabile. Il fattore β rappresenta l'incidenza del rischio sistemico cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, maggiore è il rischio), e l'incidenza dei costi fissi (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, maggiore è il rischio sistemico), e l'incidenza del grado di indebitamento, più è alto il grado di indebitamento, maggiore è il grado di indebitamento).

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

dove:

β = è la misura del rischio sistemico

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

σ_M = è la deviazione standard del rendimento del portafoglio di mercato

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

Il coefficiente β si calcola sommare i seguenti valori:



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

Il coefficiente β può essere calcolato per le azioni quotate in borsa. Nel caso in esame, essendo l'azienda non quotata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate nei mercati mobili per settore di rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore β in base alle informazioni sulla struttura finanziaria, che tiene conto solo delle attività del settore. Il fattore β è poi stato opportunamente adeguato in considerazione dei rischi specifici della società con dimensioni non sufficienti per accedere ai mercati finanziari. Il risultato ottenuto è in linea con quanto osservato (citare la fonte).

Successivamente è stato considerato l'effetto dell'indebitamento esistente al termine dei vari periodi di riferimento, attraverso il coefficiente β_{u} , tramite la formula: (oppure: Successivamente è stato considerato l'effetto dell'indebitamento esistente nella struttura finanziaria prospettica, attraverso il coefficiente β_{u} , appositamente costruita, in modo da pervenire al β_{u} con la seguente formula:)

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

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

Il β_e è stato calcolato a fronte dell'azienda quotata al settore, è di, mentre quello adottato è pari a

Il risultato si perviene è pertanto (eventuale) Infine, sono stati apportati gli aggiustamenti del tasso, in funzione delle seguenti variabili:
 il **Ke** è stato maggiorato di, coefficiente alfa, pari a X%, in considerazione dei rischi specifici aziendali (concorrenza, concentrazione clientela, piccole dimensioni, dipendenza da fattori chiave, mancanza società comparabili, ecc.) che si aggiungono a quelli sistematici (IV III.1.45); tale aggiustamento è in linea con quanto osservato (citare la fonte);

il risultato è stato compensato in modo da considerare la presenza di rischio paese nel *free risk*.
 per valutazioni di *free risk* Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base di quanto sopra è pari a

(*conservative side*) A livello teorico andrebbe calcolato ed utilizzato un diverso tasso di sconto per ogni anno (PIV 1.20.1). Tuttavia, viene spesso ammesso l'uso di un unico tasso di sconto 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 in base 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 medio della struttura finanziaria media.

oppure: Anche nel caso in esame si è proceduti in tal senso, utilizzando il K_e medio della struttura finanziaria media (o l'IRR) lo stesso valore attuale ottenibile utilizzando la struttura finanziaria media della scadenza.

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

Il **costo dell'indebitamento (K_d)**, è stato inteso come il costo medio che l'azienda dovrebbe sostenere per ottenere un nuovo finanziamento a medio termine. Per la determinazione del K_d si è fatto riferimento alla determinazione del costo medio dei finanziamenti, si è fatto riferimento alla determinazione del costo medio dei finanziamenti secondo i parametri vigenti dell'accordo Base, è stata confrontata con le classi di merito creditizio assegnate dagli istituti di credito, è stata analizzata la situazione di rating, deriva per l'azienda un rating di su 100, che corrisponde ad un Pd del Per la determinazione del K_d si è tenuto conto sia delle attuali situazioni finanziarie che di quelle prospettive.

(oppure)

Quale **costo dell'indebitamento (K_d)** è stato utilizzato 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 mercato, applicando l'aliquota del 24% di deducibilità degli interessi passivi, applicando l'aliquota del 24% di deducibilità degli interessi passivi, applicando l'aliquota del 50%, in modo da contenere il beneficio fiscale del debito.

Il K_d adottato nel caso in esame è pari a

Per la determinazione dei pesi w_D e w_E necessari per il calcolo finale del WACC, si è fatto riferimento ai dati (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 appositamente costruita; o al livello ottimale raggiungibile nel medio-lungo termine). Per la determinazione del WACC verrà utilizzato per l'attualizzazione di flussi e per la determinazione del valore attuale del capitale finanziario.

oppure:

Per il calcolo del WACC si è fatto riferimento al costo dell'indebitamento alla data della valutazione.

Il calcolo finale del WACC è riportato nella seguente tabella:

FONTI DI CAPITALE	peso ponderato
Costo Mezzi propri (PIV III.2.1)	%
Costo indebitamento (PIV III.2.2)	%
	%

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

- in considerazione della qualità di liquidabilità del soggetto di stima (che non è una società quotata) e della forza commerciale relativamente richiesta dai fornitori, se considerata la media di mercato, si è ritenuto applicabile un premio sopra calcolato per maggiore rischio specifico; (PIV III.2.1);
- grado di indebitamento, nel caso specifico;
- dimensione dell'impresa, nel caso specifico, considerato che alle imprese di dimensioni medie e grandi, a parità di settore, tendono a corrispondere maggiori rendimenti; si è deciso di applicare un coefficiente di valutazione (PIV III.2.4) aumentando il tasso di valutazione del capitale proprio in base a quanto osservato (citare la fonte);
- (alternativa) Al fine di applicare il rischio più alti per via della maggiore dipendenza dai fornitori, e clienti, ecc.(PIV III.2.3). Per tale ragione è stato applicato un premio di rischio per *small cap* rispetto ai rendimenti della borsa prima di essere applicato il premio di liquidità pari al.....;
- dell'attività della società nel settore specifico, si è ritenuto di apportare un ulteriore aggiustamento del premio di liquidità pari al.....;
- l'analisi dei piani previsionali redatti dalla società non è stata favorevole, pertanto è stato accrescendo il premio per il rischio di un coefficiente di valutazione che precisa che tale maggiorazione equivale ad un rafforzamento percentuale del 5% dei flussi di risultato attesi (e del *terminal value*);
- il rischio di non continuità di attività, in base all'analisi di settore, è stata utilizzata la formula di Fisher applicata al 50% dell'inflazione attesa (...); valutata solo parziale la capacità dell'impresa di recuperare l'investimento a lungo termine:

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

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

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

SE SI SCEGLIE IL METODO EMPIRICO (SCONSIGLIATO DAI PIV)

Saggio di redditività normale del settore

Il tasso i è individuato in riferimento ai seguenti fattori:

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

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

Per il secondo, nel caso in esame la struttura, i rischi e la consistenza sul mercato, inducono a stimare un livello di rischio pari al 10%, assunto al precedente fornisce un tasso aggregato pari al 10% (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 "saggio di redditività normale del settore" è variabile da un minimo del % a un massimo del %.

Tasso di attualizzazione

Caso 1: valutazione meno prudentiale

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

Si ricorda che l'elemento rischio è considerato nella scelta del tasso da applicare nella determinazione del valore normale dell'oggetto. (In molti casi si preferisce aumentare il *market risk* di un punto (esempio: 2%)

Caso 2: valutazione più prudente

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

Nel caso di adozione del Metodo reddituale

Il tasso da utilizzare deve essere sostanzialmente pari a quello utilizzato nel metodo misto patrimoniale reddituale, in quanto il rischio che il valore possa mantenersi sui livelli attuali per un periodo illimitato è maggiore rispetto ad un orizzonte temporale definito. La scelta di un tasso del X% assumeva direttamente 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 5 e 10, seconda della natura del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda;
- in caso di badwill l'orizzonte temporale è tale da consentire il recupero della redditività normale in continuità (III.3.31).

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

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

Pertanto, si può correttamente concludere che l'attuale valorizzazione dei sovraredditi.

METODO REDDITIVO

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

L'arco temporale adottato per la valutazione in continuità è di regola illimitato (PIV III.1), salvo eccezioni in settori in cui i redditi sono soggetti a 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 dell'attività professionale dell'attività, ecc.). (eventuale) Al termine dell'arco temporale, nel paragrafo 4.2.8, un valore residuo finale (terminal value).

METODO FINANZIARIO

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

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

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

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

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

Il calcolo del valore residuo aziendale è pari a €.

4.2.6. Applicazione di premi e sconti

Indicazioni dei PIV:

- attraverso il loro uso cautelativo (e, in alcuni casi, ampiamente discrezionali), possono essere applicati premi e sconti (e orientata con riferimento ai risultati attesi e del costo, per accostarla al valore di mercato (1.18.1)); per esempio, nei pacchetti di controllo o partecipazioni di minoranza (per i pacchetti di minoranza di società senza mercato attivo, si applicano di solito sconti (key person discount), o premi (per la presenza di specifiche risorse chiave (key person discount) (1.18.3);
- i premi sono in genere applicati in presenza di situazioni stabili (III.4.6), mentre più difficili da evitare gli sconti (ad esempio, in presenza di situazioni instabili (III.4.7), perché sostituiscono aggiustamenti discretivi del tasso di affue;
- l'applicazione di premi e sconti (e di sconti individuati presso società quotate può presentare criticità (e l'uso di sconti è generalmente comparabili per business e dimensione (III.2.1); per quotate possono essere applicati sconti di parità di condizioni, valori maggiori per effetto della loro dimensione;
- specificare le condizioni in cui si applicano premi e sconti (differenziale tra transazione e mercato (controllo e borsa) e considerare che tali premi così desunti (o sconti) sono frutto di componenti non necessariamente riferiti al controllo azionario;
- se premi e sconti (prima di essere applicati al valore di mercato, vengono desunti da confronti con i valori di mercato, il loro uso è giustificato quando questa è la configurazione di valore da ricercare;
- è sconsigliato l'uso di medie di premi e sconti desunti dal mercato se molto diversi tra loro, perché ogni scarto ha natura specifica e non è universale (III.4.5);
- occorre specificare quale variazione dei risultati attesi e/o variazione dei tassi di sconto avrebbero comportato allo stesso risultato (III.4.8);
- se il valore dell'azienda è determinato sulla base del piano dell'azionista di controllo, non vanno più applicati premi di maggioranza perché il valore espresso è già quello di controllo (III.4.3);
- se i flussi di risultati attesi che considerano i benefici del controllo, si ottiene il valore del controllo sottraendo i flussi di risultato attesi che non considerano i benefici del controllo si applicano sconti alle minoranze;

4.2.7. Aspetti relativi alla fiscalità

Si riepilogano le scelte fiscali effettuate relativamente alla fiscalità addizionale:

In particolare:

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

4.2.8. Calcolo dei Risultati

CANCELLARE I METODI NON PATRIMONIALI E IL METODO MISTO PATRIMONIALE

Si è, pertanto, ora in grado di applicare la formula della valutazione aziendale attraverso il metodo **mirrored** **Patrimoniale Reddituale**.

$$V_e = K_0 + \sum (R_t - R_{t-1}) \cdot (1+i)^{-t}$$

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

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

i' = tasso rendimento (paragrafo 4.2.4)

i'' = tasso attualizzazione (paragrafo 4.2.4)

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

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



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

METODO PATRIMONIALE

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

ATTIVITÀ	PATRIMONIO	VALORE COMPLESSIVO
Immobili		0
Immobili materiali		0
Immobili immateriali		0
Immobili finanziari		0
Risparmio su titoli		0
Disponibilità di liquidità		0
Finanziamenti		0
Debiti		0
Debiti a lungo termine		0
Debiti a medio e breve termine		0
Debiti correnti non classificati		0
Debiti correnti onerati		0
Fiscali latente su plusvalenze		0
VALORE PATRIMONIALE		€ 0
Quota % di partecipazione da valutare		100,00%
Sconto minoranza/Premio maggioranza		0,00/0,00%
VALORE DELLA QUOTA		€

METODO REDDITUALE

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della quota di capitale attraverso il **metodo reddituale**:

Durata illimitata

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

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

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

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

METODO FINANZIARIO - CASH FLOW

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

Versione asset side

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



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

Nome Azienda	2019	2020	2021	2022	2023
	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	2019	2020	2021	2022	2023
	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 valore del Capitale investito finanziario (Capitale finanziario):

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

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

dove

f = **W.a.c.c.** = costo medio ponderato

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

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

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



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

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

Nome Azienda	2019	2020	2021	2022	2023
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
Media	0	0	0	0	0

Multiplo del Fatturato, detto anche **EV/Sales**, si può esprimere come il rapporto tra il valore dell'azienda, il multiplo EV/Sales lo si può esprimere come il rapporto tra il valore dell'azienda, il

(1 - g)

Quindi tale multiplo dipende dal tasso di crescita g che è uno dei più immediati indicatori di performance per le imprese. In tal caso, al WACC occorre togliere "g" (il tasso di crescita) per ottenere il costo degli investimenti in capitale fisso che dell'aumento del capitale circolante.

Nome Azienda	2019	2020	2021	2022	2023
	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 informatiche affidabili e in riferimento allo scopo specifico. I dati riportati nella presente analisi sono stati ottenuti presso il *data provider*

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

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

La prima analisi critica svolta sui dati dei multipli adottati per gli stati valutati, per ogni singola azienda presa a campione, viene effettuata in riferimento ai obiettivi dei multipli dell'azienda *target* e delle aziende campione. Si è svolta una analisi di tipo **qualitativo**, individuando gli indicatori che presentavano minore dispersione. Infatti, è stato osservato che i dati dei multipli delle aziende campione, pur essendo dispersi, non presentano una dispersione dei dati che si scostano molto dalla media. In presenza di dati molto diversi tra loro è opportuno valutare se sia opportuno utilizzare i multipli con valori estremi. Si è in presenza di dati molto diversi tra loro se la dispersione dei dati è tale da compromettere la confrontabilità con l'azienda *target*. La dispersione dei dati può essere ridotta utilizzando la media del campione riduce la significatività dell'analisi. Nel caso in esame, il quadrato medio del multiplo esprime una dispersione

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

Per questo motivo, sono stati adottati i multipli di **liquidità**, pari al

Infine, sono stati esclusi i dati relativi ai titoli non inclusi nelle suddette stime:

- il valore di mercato dei titoli non negoziabili;
- il valore di mercato dei titoli non negoziabili complessivamente da valutare.

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

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

Sconto minoranza/Premio maggioranza

VALORE DELLA QUOTA

4.3 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA

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

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

4.3.1. Profili teorici relativi al controllo

Copiare dall'elenco contenuti nel paragrafo 4.2.1.

4.3.2. Calcolo dei risultati

Copiare dal paragrafo 4.2.2.

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

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



5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Indicazione dei PIV:

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

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

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

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

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

Ciò in considerazione del fatto che il metodo patrimoniale è quello che deve essere privilegiato, come già argomentato nelle argomentazioni già espresse al paragrafo 4.1.2.

La sintesi dei risultati ottenuti è la seguente:



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

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

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

oppure

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

Data, _____

FIRMA DELL'ESPERTO

ALLEGATI

