



Alfa srl

Valutazione del complesso aziendale

Rimini, il 30.06.2025

A cura di:

Rossi & Associati srl



SOMMARIO

“NO DISCLOSURE” E “DISCLAIMER”

1. OBIETTIVO DELL' INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE _____

- 1.1 IPOTESI E LIMITI DELL' INCARICO.....
- 1.2 BASE INFORMATIVA UTILIZZATA.....
- 1.3 DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE.....
- 1.4 CENNI SUI CRITERI DI VALUTAZIONE
- 1.5 LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO.....

2. LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO _____

- 2.1 CENNI STORICI SULLA SOCIETA' ED EVOLUZIONE.....
- 2.2 LE AREE DI BUSINESS.....
- 2.3 IL SETTORE E IL MERCATO.....
- 2.4 ANALISI STRATEGICA, FATTORI COMPETITIVI E POSIZIONAMENTO.....

3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO _____

- 3.1 I BILANCI STORICI.....
- 3.2 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS.....
- 3.3 L' ANALISI DEI BIL ANCI.....
- 3.4 LA NORMALIZZAZIONE DEGLI AGGREGATI ECONOMICI.....
- 3.5 REVISIONE DEI VALORI PATRIMONIALI AL FAIR VALUE E INTANGIBLES.....
- 3.6 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI INTERESSE.....

4. IL PROCESSO VALUTATIVO _____

- 4.1 L' ANALISI CONDOTTA.....
- 4.2 LA METODOLOGIA, LE ASSUNZIONI, I PARAMETRI, I CALCOLI.....
- 4.3 METODO DEI MULTIPLI COME CONFRONTO E VERIFICA.....

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI _____

- 5.1 IL CALCOLO DEL VALORE GENERALE.....

ALLEGATI _____



NO DISCLOSURE E DISCLAIMER

Nel ricevere questo documento, vi impegnate a mantenere in massima riservatezza sulle informazioni ivi contenute, e su quelle di cui verrete in possesso, anche solo indirettamente, nel corso di eventuali ulteriori indagini e/o incontri, non divulgare e in nessun caso restituire a "Alfa Value srl", tutto il materiale ricevuto senza trattamento di copia.

Questo documento non dovrà essere fotocopiato, ristampato o distribuito in tutto o in parte, né citato in documenti ufficiali, senza il preventivo permesso scritto di "Alfa Value srl".

Il presente lavoro è stato redatto secondo le indicazioni e le informazioni fornite da Alfa Value srl, alla luce delle informazioni note e delle analisi che, sebbene non poteva essere ragionevolmente supposto, al momento della stesura, si potevano ritenere in conformità con l'incarico ricevuto, tali informazioni sono state analizzate criticamente, ovvero senza svolgere alcun controllo in merito alla loro attendibilità, e alla validazione dei dati e informazioni ricevute.

Sebbene siano state adottate tutte le precauzioni necessarie per una accurata, obiettiva e diligente stesura dei dati e delle analisi, non si assume alcuna responsabilità, né "Alfa Value srl", né il materiale valutatore, forniscono alcuna garanzia, esplicita o implicita, in ordine alle informazioni in esso contenute.



1. OBIETTIVO DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE

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 amministratore del Consiglio di Amministrazione e quindi legale rappresentante della società, con sede in X, Capitale sociale € X i.v., P.I. X, iscritta alla CCIAA di X REA n., iscritta al Registro Imprese e I.R.C. n. X, C.F. X, unitamente alle sue controllate, più oltre collettivamente "X" o

di stimare il valore generale del capitale economico della Società Alfa Value s.r.l.

La presente relazione di stima, deve intendersi come un'opera di stima formale ai fini degli scopi (conoscitivi, cautelativi, ecc.) degli organi decisionali della Società Alfa Value s.r.l.

1.1 Ipotesi e limiti dell'incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte sono basati sulle ipotesi e limitazioni di seguito riportate. L'incarico ha lo scopo delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- la valutazione ha tenuto conto dei dati storici e previsionali, economici, finanziari, riportati nei bilanci relativi agli esercizi in corso, e si è basata sui dati strategici e previsionali predisposti dalla Direzione della Società. Le informazioni, sono stati da noi assunti senza che il valutatore ha effettuato un'analisi critica circa la loro congruità, correttezza e veridicità e validità.
- **IN ALTERNATIVA.** Il valutatore ha svolto un'analisi critica che hanno convinto il sottoscritto sulla credibilità e sulla plausibilità. Il valutatore ha ottenuto dalla Direzione della Società la garanzia della completezza dei dati e informazioni ricevuti, e che sono stati ottenuti, senza omissione e coscienza della Direzione, tutti i fatti economici e finanziari attuali e potenziali della Società.
- Specificare le ipotesi assunte, le condizioni operative, condizioni ipotetiche e condizioni limitative considerate di fini della valutazione con riferimento a quelle ipotetiche e limitative specificare in quale modo hanno influenzato la valutazione.
- **IN ALTERNATIVA.** La valutazione si basa sui suddetti elementi storici e previsionali e non tiene conto di eventi futuri, variabili o inattesi né di eventi e condizioni, endogeni ed esogeni, successivi alla data di riferimento della valutazione.
- Le ipotesi organizzative e produttive della Società, l'ambito competitivo e gli sviluppi del mercato di riferimento sono stati da noi unicamente discussi con la Direzione della Società.
- La presente relazione deve essere utilizzata per le finalità previste nell'obiettivo dell'incarico ed è stata prodotta per uso interno alla Società e come tale non può essere distribuita, per intero o in parte, né citata in documenti ufficiali, senza il nostro preventivo consenso scritto.



1.2 Base Informativa utilizzata

La Base Informativa è stata strutturata con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore di mercato dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

I dati risultano da diverse tipologie di analisi:

- Analisi Storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- Analisi Strategica, con riferimento al quadro macroeconomico e al mercato di riferimento;
- Analisi dei Mercati Finanziari, con riferimento a benchmark, rendimenti, elementi di portafoglio, tassi free-risk, misure storiche e prospettive;
- Analisi di informazioni Patrimoniali, riferite alle attività e alle passività finanziarie e ad attività e passività finanziarie;
- Analisi dei Piani Pluriennali formalizzati;
- EVENTUALE Analisi di acquirenti potenziali, loro strategie e dei valori di mercato;
- Analisi delle Società e delle Transazioni correlate.

L'indagine è stata condotta utilizzando dati e informazioni contabili e patrimoniali messe a disposizione dalla Direzione della Società, e da specifiche banche dati e fonti di informazione mano citate e documentate.

1.3 Data di riferimento e data di valutazione

La data di riferimento della valutazione è il **xxxxxx**.

Tale data corrisponde alla data di elaborazione del Business Plan **xxxxxxx** dell'azienda e alla stessa fanno riferimento anche i dati economici, di settore e finanziari assunti al fine della valutazione.

1.4 Cenni sui criteri di valutazione

La valutazione economico-aziendale ha considerato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore intrinseco del patrimonio aziendale, e tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si configureranno ipotesi assunte per la loro determinazione. Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento.

La configurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori di bilancio fornisce la nozione di capitale di bilancio, il cui funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto di bilancio che, a sua volta, può essere suddiviso nelle



parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuiti al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, ma sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri redditi di realizzo e i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale. Il capitale di liquidazione può essere inteso come un aggregato di valori di realizzo configurando la liquidazione per stralcio, cioè vendendo ogni singola attività e pagando separatamente le passività dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio aziendale nell'ipotesi di cessione della stessa sia oggetto di cessione, di cui esistono varie forme, o di acquisto da un anno precedente i conferimenti. La sua determinazione è funzione dei valori di mercato dei componenti del patrimonio, di quello derivabile dalle future correnti di reddito che la società genererà, e del valore rappresentato dal tasso atteso di remunerazione per il capitale investito. Il valore del patrimonio d'impresa, in ipotesi di cessione, è inteso come un valore economico, come un valore unico ed è denominato capitale economico.

In questa sede, pertanto, per valore generale e capitale economico dell'impresa si intende il valore di riferimento in base al quale la stessa viene negoziata tra acquirente e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in base ad un ragionevole e consapevole riconoscimento delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti che influiscono sul valore dell'impresa. Il valore generale non riflette considerazioni di natura sinergica, né apprezzi relativi alla forza potenziale acquirente (sinergie, integrazioni etc.), né apprezzamenti relativi alle forze in campo delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono nel momento della determinazione del prezzo finale.

La valutazione del capitale economico

Per procedere alla valutazione del capitale economico è necessario innanzitutto verificare se la società oggetto di valutazione sia in grado di svolgere l'attività di gestione come un istituto economicamente autonomo. Altri elementi da considerare sono se l'azienda oggetto di valutazione sia dotata di sufficienti risorse finanziarie e umane per un periodo non breve, di conseguire ricavi sistematicamente superiori ai costi, e se l'azienda possa conseguire una congrua remunerazione del capitale proprio investito nell'impresa. In caso contrario, si dovrebbe o procedere al calcolo di un avviamento negativo oppure, dopo aver constatato l'impossibilità di risanare l'impresa, assumere l'ipotesi di liquidazione per stralcio e conseguentemente adottare i criteri di valutazione che presiedono al calcolo del capitale di liquidazione. L'apprezzamento dell'economicità presunta della società è quindi una valutazione comparativa.

Confrontando l'economicità di imprese esistenti, con combinazioni produttive similari, operanti nello stesso settore, possono emergere situazioni che fanno ritenere il grado di economicità dell'azienda da valutare superiore o inferiore rispetto a un andamento medio di settore con riferimento a un capitale equivalente a quello da valutare.

La determinazione del valore economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative oppure metodologie integrative, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale e quello reddituale.



Le metodologie utilizzabili si riconducono sia a teorie di specie redditualistiche e patrimonialistiche sia a quelle che considerano gli aspetti finanziari della gestione. Si applica un metodo misto dove si tende a contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Tra i metodi misti, quello della media semplice tra una valutazione redditualistica e una analitico-patrimonialistica è il più elementare, mentre quello proposto dall'Uec mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sia delle condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un reddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore. Tra i metodi misti si può anche individuare quello che la teoria suole denominare "metodo patrimoniale complesso". In questo caso la valutazione delle immobilizzazioni materiali quella delle immobilizzazioni immateriali. Le valutazioni delle immobilizzazioni immateriali sono sempre orientate alle correttezze attese e si riferiscono al grado di produrre l'azienda. Quindi la valutazione delle immobilizzazioni immateriali interviene in modo redditualistico nella determinazione del risultato economico. Inoltre le valutazioni delle immobilizzazioni immateriali sono intese come parti ideali del valore d'azienda, la cui determinazione può essere orientata da criteri che si rifanno a una loro natura patrimonialistica.

L'applicazione di metodi che privilegiano gli aspetti finanziari dell'azienda porta a configurare il valore dell'azienda come il valore di mercato, ottenuto con un mercato congruo dei flussi monetari attesi.

La presente perizia viene redatta adottando il metodo reddituale patrimoniale (Uec) misto (Uec) reddituale patrimoniale con stima del goodwill. Il metodo misto verrà illustrato nel Capitolo 4.



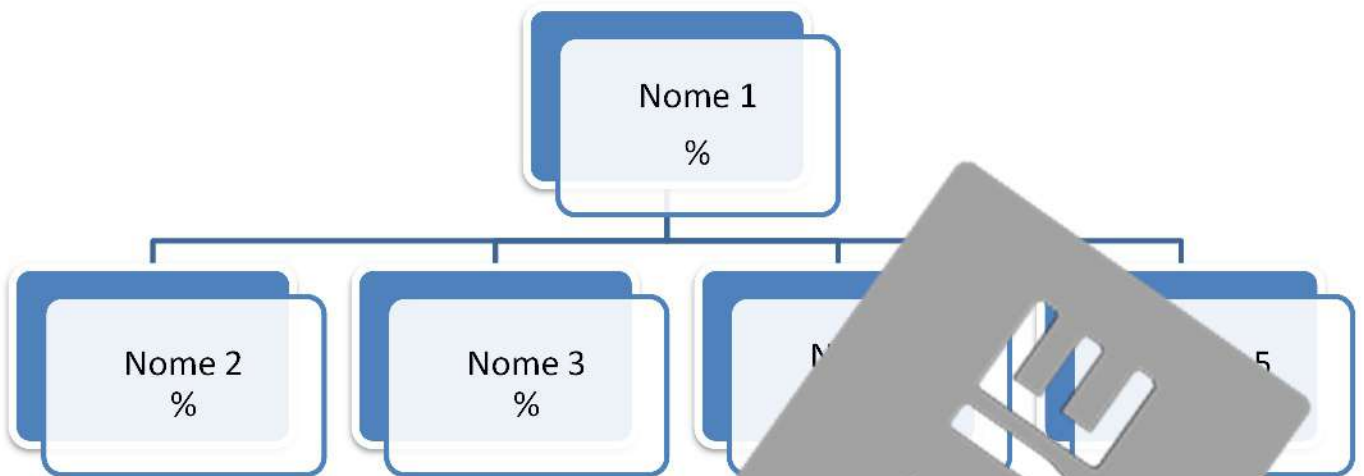
2. LA SOCIETA' E IL SUO POSIZIONAMENTO STRATEGICO

2.1 Cenni storici sulla società ed evoluzione

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA	
	
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 Ate	
Prodotti/servizi:	
Territorio operativo:	
Capitale	
Sede sociale	

La XXXX è una società a partecipazione di X. La sede legale ed operativa è ubicata Il capitale sociale della società è pari a € 103291,3798, suddiviso in nr azioni ordinarie del valore di € X ciascuna, interamente possedute e possedute dalla seguente compagine sociale:





Specificare legami con altre imprese.....

Legale rappresentanza

L'azienda ha il modello di governo amministrato da un Consiglio di Amministrazione composto da cinque membri in carica per un periodo di tre anni e aventi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria, mentre il Presidente del Consiglio Delegato conferiti determinati poteri gestionali e di amministrazione.

Amministratori	Finanziari	Membri del comitato
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
Nome e cognome		



Titolo ufficiale
Nome della società
continua

Evidenziare le esperienze e doti professionali del management.

Organo di controllo

Il Collegio Sindacale è composto da tre membri effettivi, il cui compito è di sorvegliare e controllare l'amministrazione della società, fino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio da chiudere, e di vigilare sull'osservanza delle leggi e delle disposizioni di legge relative alla revisione legale dei conti.

Note contabili

La Società è in regime naturale di contabilità ordinaria.

Breve profilo della società e il mercato in cui opera

Nel corso degli anni l'attività si è evoluta, passando da un'attività di produzione di ... a ... raggiungendo gli obiettivi ...

Oggi la società opera nel settore xxx, specializzata in ...

- xxx



L'evoluzione della struttura dei dipendenti della società nell'ultimo triennio, suddiviso per categorie, risulta dalla tabella seguente:

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

L'organigramma generale della Società alla data di riferimento per la funzione può invece evincere dal grafico successivo:

Organigramma



Affrontare il pagamento del viaggio...ale..

Sp... esistono procedure operative formalizzate....

Sp... la società è dotata di adeguati strumenti di programmazione e controllo di gestione, e... regolare... budget d'esercizio, cui seguono controlli mensili con i risultati effettivamente...

Specificare se per... significativi investimenti o scelte strategiche, la società è solita sviluppare specifici Business Plan triennali.



La società ha/non ha ottemperato alle necessarie “misure organizzative e di funzionamento” atte ad evitare l'automatica estensione alla azienda delle responsabilità penali di cui al D.Lgs 8.6.01 n.231.

Segnalare la presenza di clausola statutaria che prevede il ricorso al procedimento di conciliazione stragiudiziale (artt. 38-40 del D.Lgs. 5/2003) per la composizione delle eventuali controversie societarie.

In merito al diritto di recesso del socio, lo Statuto prevede.....

La società si avvale della trasparenza fiscale?

Dall'analisi temporale degli ultimi esercizi, è possibile e comparata la sviluppando. L'indagine, in particolare, riguarda il trend del quello del capir

2.2 Le aree di business

Le attività di, integrate verticalmente la produzione del, comprendono la produzione di, e inoltre, e sviluppa (e concede su licenza) le tecnologie relative per mezzo della sua divisione

Le attività sono gestite nell'ambito di per aree di business.

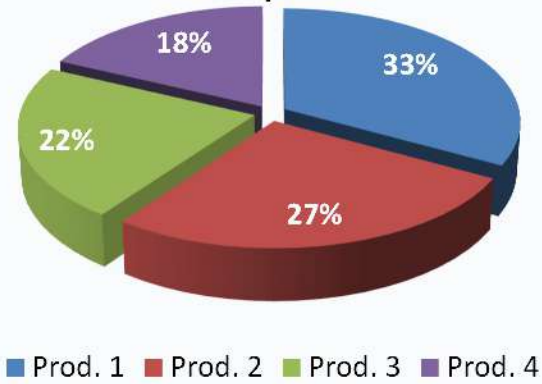
La principale Business Unit è dedicata a la cui capacità di produzione annua è di litri/metro. del prodotto viene trasformato all'interno dell'azienda stessa viene esternalizzata sulla base di contratti di outsourcings. all'esterno e rivenduto. Il fatturato di questa BU rappresenta tale.

La strategia su è....., investimenti sul prodotto e sul processo di ogni , gamma, promozione, prezzo..

Evidenziare gli investimenti in Ricerca e innovazioni nella qualità o nella gamma dei prodotti/servizi e innovazioni di process area di business, ecc.



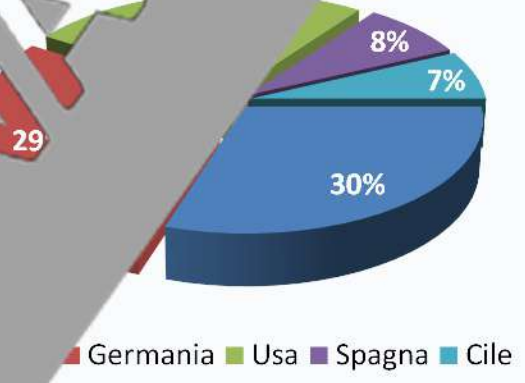
Ripartizione del fatturato per linee di prodotto

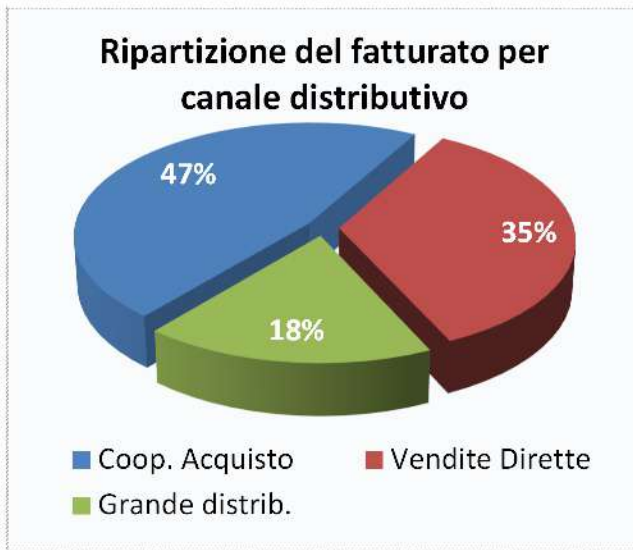


.....
.....
.....
.....

.....
.....
.....
.....

Ripartizione del fatturato per mercati





.....

2.3 Il settore e il mercato

Il settore di riferimento è costituito da X principalmente rappresentato da YYYYY!

- Dall'analisi del mercato e che
- dimensione dell'..... globale e del locale;
 - loro andame.....
 - eventuali p.....
 - congiunture derive di.....
 - caratteristiche dei consumatori clientela;
 - loro componenti della sensibilità ai processi di comunicazione/promozione/marketing prodotti/servizi;
 - l'..... evoluzione gusti (caso);
 - qualità dei prodotti/servizi;
 - tecniche degli intermediari;
 - distribuzione.

- Dal lato dell'offe.....
- dimensione global.....
 - tipo e grado di concentrazione;

¹ Citare fonte

СОВЬИНА ИВВЕ



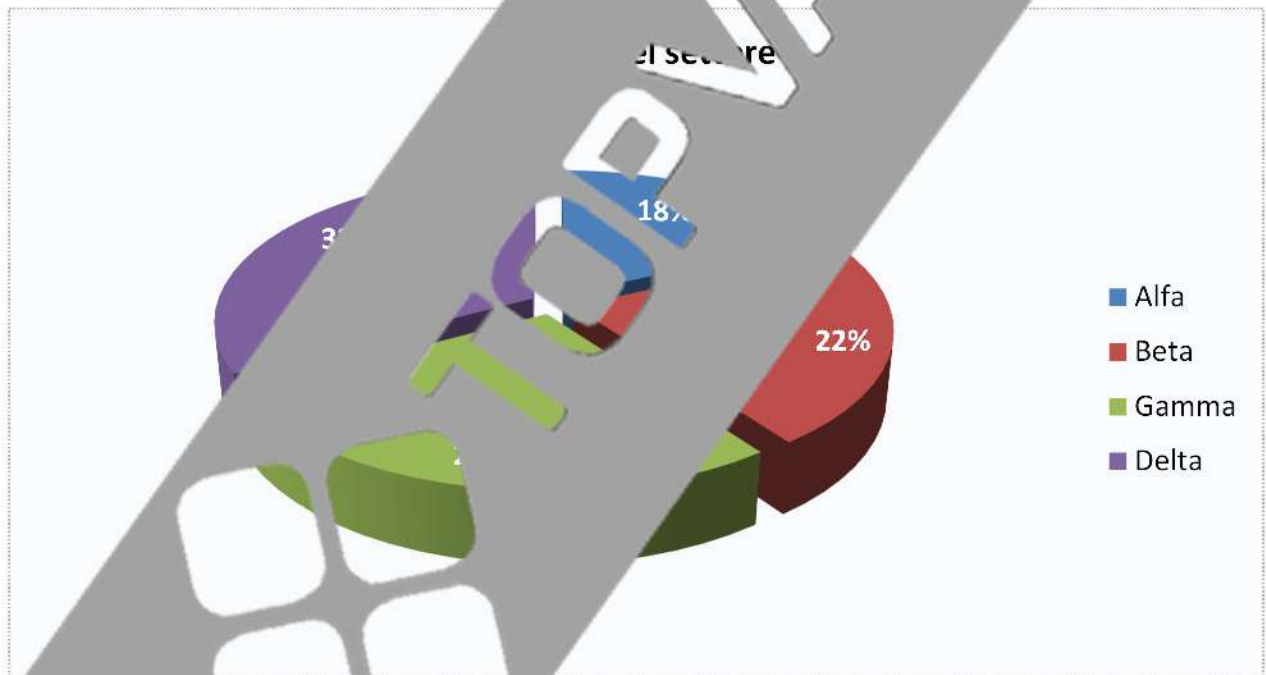
- barriere d'entrata;
- prodotti succedanei esistenti.

Analisi della concorrenza:

- principali concorrenti;
- distribuzione dei concorrenti per segmenti di mercato (fasce di prezzo);
- ripartizione delle quote di mercato e loro eventuali tendenze;
- politiche dei prezzi e di marketing (pubblicità, promozioni, canali di vendita, logistica, ecc.) dei principali concorrenti;
- processi di concentrazione in atto o previsti;

Margini di settore:

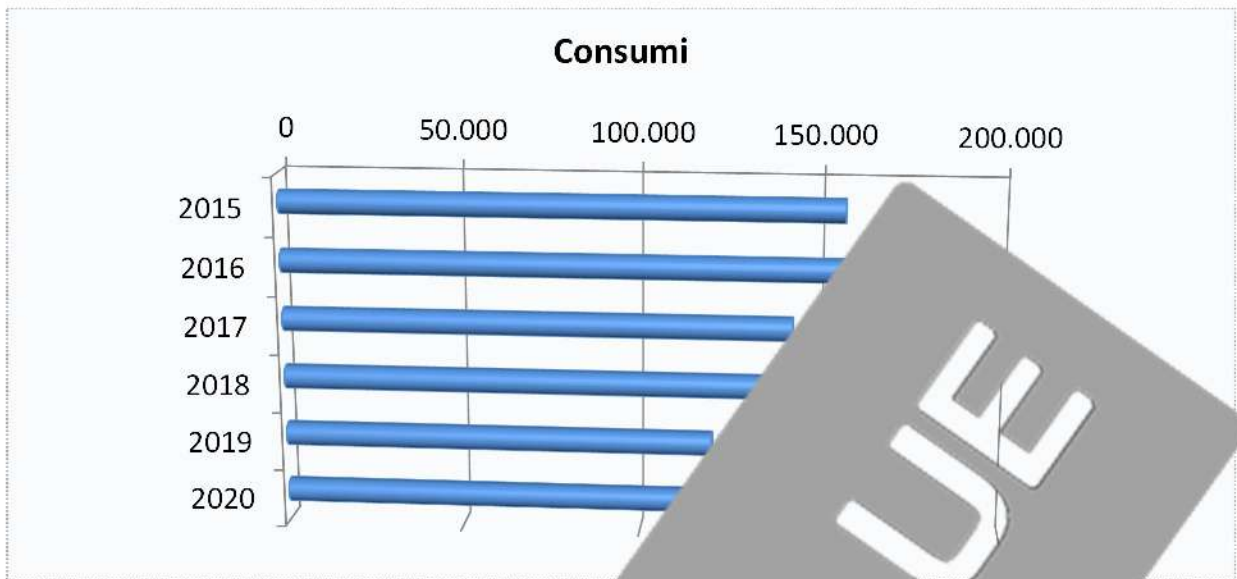
- evoluzione dei prezzi di vendita e dei costi di produzione e distribuzione;
- ciclicità del settore e prospettive di sviluppo (tecnologiche, economiche, politiche, sociali e giuridici influenze sul mercato futuro);
- posizionamento nel ciclo di vita (espansione, maturità, declino).



Nel periodo l'azienda Alfa ha registrato un incremento del%².

² Citare fonte





La performance positiva è dovuta soprattutto

2.4 Analisi strategica del competitor e posizionamento

Oggi il punto di forza della società è costituito dalla tecnologia e qualità del prodotto, prezzo, comunicazione, visibilità, (merchandising, promozioni), canali distributivi, sia in Italia che all'estero, che si differenzia dai concorrenti per i costi logistici e organizzativi.....

Il rischio di concorrenti entranti è basso per via di

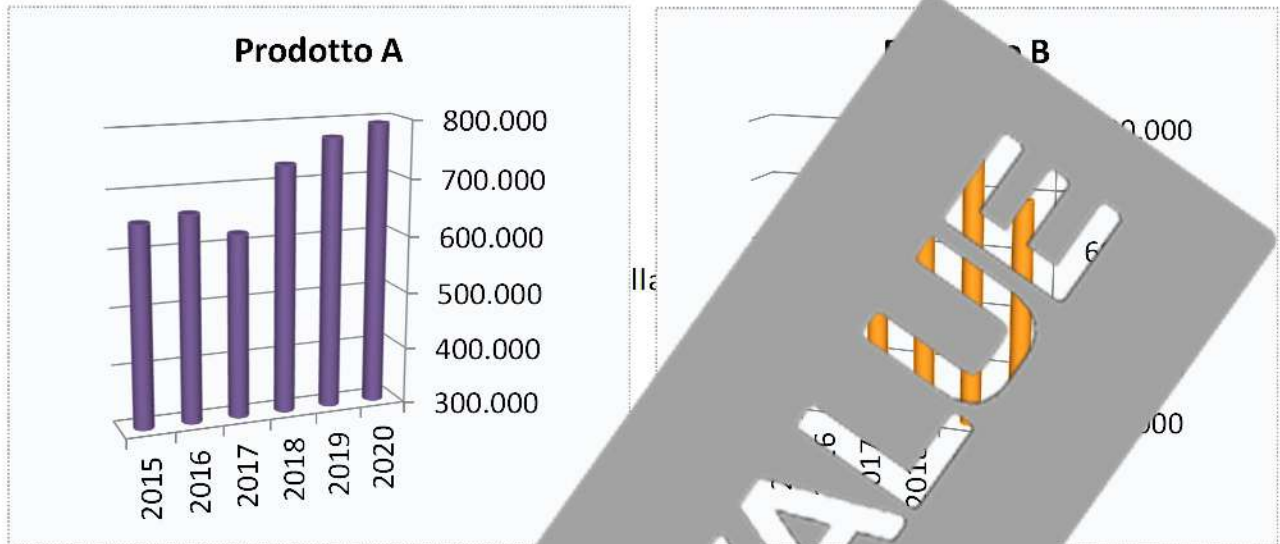
Il potere di acquisto dei fornitori è medio e si segue la filosofia della fidelizzazione e comaker-ship

Il potere di acquisto dei clienti è medio e si segue la filosofia della fidelizzazione. Il frazionamento del mercato è medio.

Il rischio di prodotti sostituiti 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.



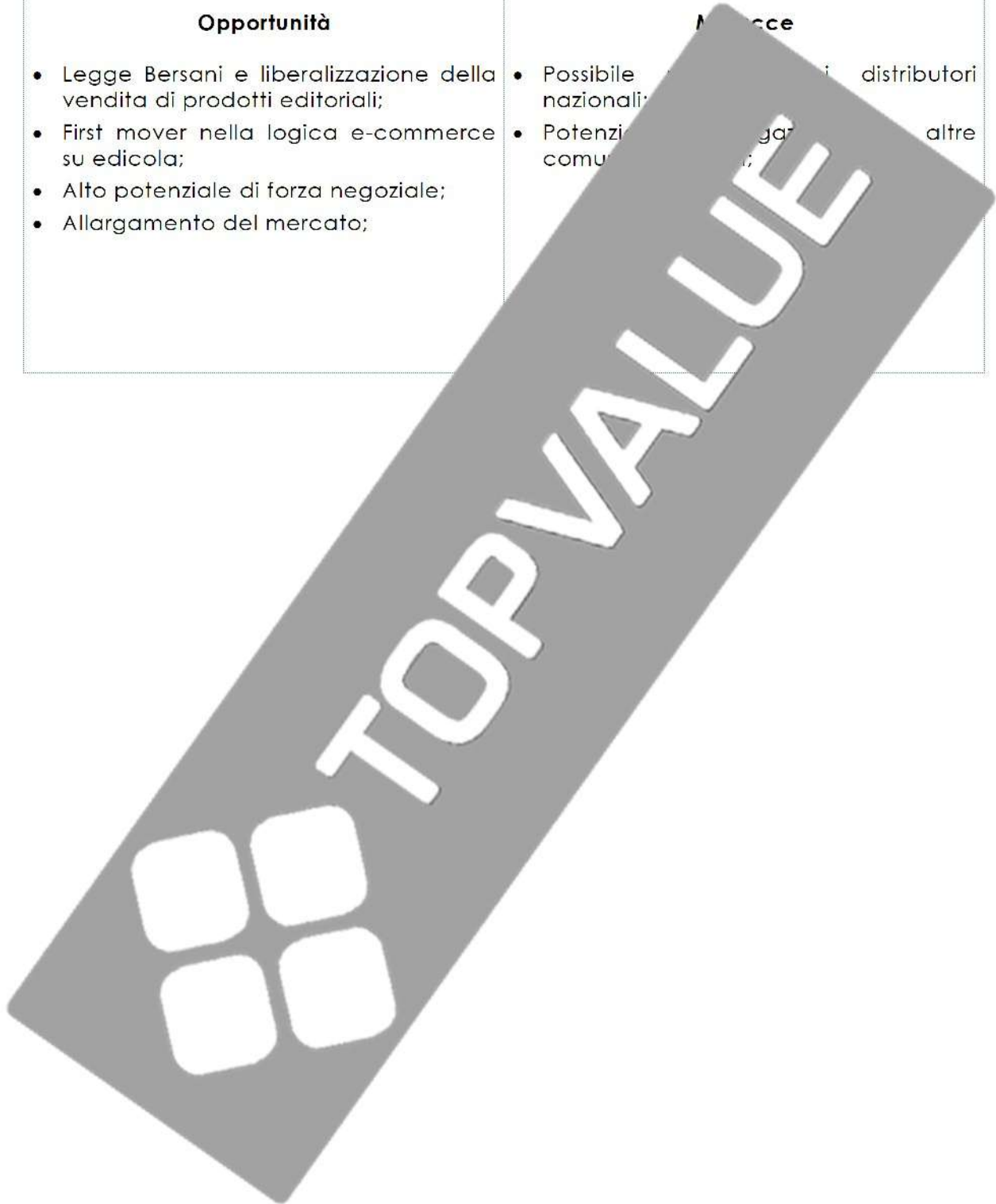
Evidenziare gli investimenti in Ricerca e Sviluppo, le innovazioni di prodotti/servizi, le innovazioni di processo, le innovazioni di tecnologia o nella gamma dei prodotti/servizi.

Fattori critici di successo nel mercato (ad esempio: l'organizzazione, delocalizzazione produttiva, relazione con i clienti, la gamma di prodotti, distribuzione, comunicazione, servizio, post-vendita, assortimento, differenziazione, costi di produzione, economie di scala, innovazioni, qualità, tecnologia, risorse finanziarie, sinergie di gruppo, ecc..)

In sintesi la società oggi si caratterizza per i seguenti punti di forza e di debolezza.

Punti di Forza	Punti di Debolezza
<ul style="list-style-type: none"> • Basso costo marginale; • Efficienza del network; • Efficienza: network non replicabile; • Competenza del personale; • Legami con i clienti e vendita. 	<ul style="list-style-type: none"> • Complessità dell'informazione; • Mercato e-commerce ancora debole; • Difficoltà trasferimento nuova cultura; • Dal quadro evolutivo previsto, la Società potrà cogliere le seguenti opportunità o dovrà affrontare le seguenti minacce.

Opportunità	Minacce
<ul style="list-style-type: none">• Legge Bersani e liberalizzazione della vendita di prodotti editoriali;• First mover nella logica e-commerce su edicola;• Alto potenziale di forza negoziale;• Allargamento del mercato;	<ul style="list-style-type: none">• Possibile ingresso di distributori nazionali;• Potenziali competitori su altre comunità;



3. ANALISI FONDAMENTALE E APPROCCIO ESTIMATIVO

3.1 I Bilanci storici

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, contabile e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi XXXXX. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel capitolo 3.3.

Conto economico							
C.E.	ANNI	2022		2021		2020	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		5.214.016	100%	5.222.217	98%	5.063.134	101%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		-51.018	-0,9%	-51.018	-0,9%	-51.018	-1,70%
Acquisti Prodotto finito		0	0,0%	0	0,0%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,0%	0	0,0%	0	0,00%
Valore della Produzione		5.162.998	99%	5.171.200	99%	5.063.134	100%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		-62.315	-1,2%	-126.350	-2,4%	-126.384	-2,08%
Acquisti Merci/Mat. Prime		2.598.315	49,8%	2.798.315	53,6%	2.741.315	45,21%
Costi vari per Servizi		1.102.555	21,2%	1.102.555	21,2%	1.102.555	18,18%
Lavorazioni Esterne		57.844	1,1%	57.844	1,1%	57.844	0,95%
Valore Aggiunto		2.035.034	39%	2.035.034	39%	2.035.034	33%
Costo lavoro		1.519.296	29,1%	1.519.296	29,1%	1.519.296	25,05%
M.O.L.		515.737	10%	515.737	10%	515.737	8%
Ammortamenti materiali		74.710	1,4%	74.710	1,4%	74.710	1,23%
Ammortamenti immateriali		1.291	0,0%	1.291	0,0%	1.291	0,02%
Accantonamenti		11.951	0,2%	11.951	0,2%	11.951	0,19%
Risultato Operativo		427.784	8%	427.784	8%	427.784	7%
Oneri Finanziari		103.614	2,0%	103.614	2,0%	103.614	1,70%
Proventi Finanziari		391	0,0%	391	0,0%	391	-646,51%
Gestione finanziaria		-7.361	-0,1%	-7.361	-0,1%	-7.361	-0,12%
Gestione partecipativa		1.695	0,0%	1.695	0,0%	1.695	0,02%
Imposte		174.922	3,4%	174.922	3,4%	174.922	2,88%
Risultato Netto		143.973	3%	143.973	3%	143.973	2%

Stato Patrimoniale

S.P.	Anni	2022		2023		2024	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		15.191	0,66%	50.14		38.742	1,55%
Clienti e Crediti diversi		1.402.968	61,22%	1.407		98	65,67%
Risconti attivi		8.133	0,35%		0,3%		0,4%
Magazzino		284.101	12,39%		74%		7,7%
ATTIVO CORRENTE		1.710.395	74,63%	78	78	79	79,04%
Immobil. Materiali		1.196.638	52,36%	8.0	5,3%	26	48,80%
Fondi Ammortamento		647.820	27,9%	70	27,9%	5.877	29,95%
Immobil. Immateriali		21.70	0,9%	21.45	0,9%	17.921	0,71%
Immobil. Finanziarie		1	0,0%	7.3	0,0%	34.527	1,38%
ATTIVO FISSO		1.866.159	81,36%	54	54	521.597	20,95%
CAPITALE INVESTITO		1.866.159	100%	1.866.159	100%	2.489.718	100%
Debiti finanz. a breve		407	0,0%	17,77%		426.256	17,12%
Fornitori e Debiti div.		811.256	43,48%	386	44,32%	973.700	39,10%
PASSIVO CORRENTE		1.277.663	68,62%	1.277.663	68,62%	1.399.957	56,22%
Debiti Finanziari		46.760	2,5%	1,85%		46.760	1,87%
Altri debiti c/c		23	0,0%	12,68%		412.080	16,55%
PASSIVO CONSOLIDATO		1.324.423	71,4%	1.324.423	71,4%	1.324.423	53,8%
MEZZI		705.736	30,80%	590.238	23,36%	630.920	25,34%
TOTALE		2.291.619	100%	2.525.680	100%	2.489.718	100%

20



Rendiconto Finanziario			
Val. Positivi=Fonti	Val. Negativi=Impegni	2023	2024
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE		-170.881	-393.482
M.O.L. (EBITDA)		597.383	515.737
(+) Saldo Gestione Finanziaria		-74.9	-103.222
(-) Imposte d'Esercizio		-21	922
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratteristiche			
(+) Accantonamento T.f.r.			32
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento			-2
= CASH FLOW POTENZIALE		391	312
Crediti Commerciali			
Magazzino Netto		237	72
Altri Crediti Operativi		400	122
= Variazione Attivo Circolante		639.048	1.688
Debiti Commerciali		22	19.844
Altri Debiti Operativi		57	-142.177
= Variazione Passivo Circolante			-122.333
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVI			-120.644
Immobilizzazioni Materiali e I			-6.986
Immobilizzazioni Finanziarie		54	-27.172
Disinvestimenti		7.431	-20.593
= CASH FLOW ATTIVITÀ OPERATIVE		-45.119	-54.752
Rimborso Mutui e Finanziamenti		-10.329	-5.195
Erogazione dividendi		-258.228	-103.290
= FABBISOGNO FINANZIARIO		-228.199	-3.497
Accensione Mutui e Finanziamenti		5.598	9.466
Variazioni Capitale e Riserve		0	0
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO		-222.601	5.968
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE		-393.482	-387.514

3.2 I Bilanci Previsivi e le relative Assumptions



3.2.1. Le Assumptions

I bilanci previsionali sono stati sviluppati dalla Direzione aziendale, assumendo le seguenti ipotesi:

FATTURATI

I fatturati sono stati calcolati sulla base delle seguenti ipotesi:

Si è supposto che le dilazioni medie concesse ai clienti...

COSTI COMMERCIALI

I Resi e le perdite su crediti

I trasporti su vendite

Le provvigioni...

Il budget complessivo assegnato al settore commerciale è di €.....

Principali Spese Commerciali					
Tipologia	Anni	Storico		Previsione	
		2024	2025	2028	2029
Pubblicità		56.876	58.601	60.408	61.343
Spese rappres.		6.430	6.868	6.868	6.984
Mostre e Fiere		97.000	101.924	101.924	102.943
Provvigioni		385.000	416.626	416.626	428.034
Omaggi		207	210	210	214
Totale					

MARGINI DI CARICO E ACQUISTI

Sono stati applicati i seguenti margini:

A livello finanziario è stato considerato un periodo medio di pagamento ai fornitori di circa...

INVENTARI MAGAZZINI

E' stato ipotizzato che....

SPESE GENERALI DI PRODUZIONE

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

Principali Spese Generali di Produzione

Tipologia	Anni	Previsionali				
	Storico 2024	2025	2026	2027	2028	2029

RICERCA & SVILUPPO

Qui di seguito vengono evidenziate le principali spese

Principali Spese Ric

Tipologia	Anni	Previsionali				
	Storico 2024	2025	2026	2027	2028	2029

DIPENDENTI

E' stato ipotizzato un

Anni	Dipendenti					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Dirigenti	0	0	0	0	0	0
Intermediari	0	0	0	0	0	0
Impiegati	0	0	0	0	0	0
Operai	0	0	0	0	0	0
Totale	45	45	45	45	45	45

Indicare l'evoluzione prevista, quantitativa e qualitativa del personale dipendente



Costo del lavoro (inc. T.f.r)

Tipologia	Anni	Storico		Previsionali			
		2024	2025	2026	2027	2028	2029
Amministrativi		219.454	215.807	217.965	220.145	222.347	224.570
Commerciali		65.540	67.289	67.962	68.615	69.278	70.021
Prod. Diretti		1.171.491	979.338	989.131	998.924	1.008.717	1.018.510
Prod. Indir.		0	207.894	209.973	212.052	214.131	216.210
R. & S.		62.809	64.159	64.801	65.443	66.085	66.727
Totale		1.519.296	1.534.489	1.549.832	1.562.169	1.574.508	1.586.838

Il lavoro interinale è stato quantificato in circa €

SPESE GENERALI

Le principali spese generali previste

Principali Spese Generali							
Tipologia	Anni	Storico		Previsionali			
		2024	2025	2026	2027	2028	2029
Compenso Amministratori			51.645	51.645	51.645	51.645	51.645
Locazioni, Affitti e Noli			0	0	0	0	0
Consulenze Tecniche e Vite		167	171	172	174	176	178



INVESTIMENTI

Sono stati previsti i seguenti investimenti:

Piano degli Investimenti						
	% Amm.to	2025	2026	2027	2028	2029
TERRENI	0	0	0	0		0
IMMOBILI OPERATIVI	0	0	0		0	0
IMPIANTI	0	0	0			
MACCHINARI	0	0	0		0	
ATTREZZATURE	0	0	0			
ARREDI E MOBILI	0	0	0		0	
MACCHINE ELETTRON.	0	0			0	0
MEZZI TRASPORTO	0	0		0		0
BENI NON OPERATIVI	0	0				0
BREV., MARCHI, SO FTW.	0	0				0
PUBBLICITA'	0		0		0	0
STUDI E RICERCHE	0				0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0		0		0	0
ALTRI COSTI PLUR.	0		0		0	0
PARTECIPAZIONI	17		0		0	0
		0			0	0

Illustrare tempi e modalità degli investimenti e dei pagamenti.

FIS
 Per la determinazione dei piani è stata considerata l'aliquota media del % sulle vendite del % sugli acquisti.

Sui risultati sono stati applicati le aliquote Ires e Irap nella misura ordinaria.



FONTI DI FINANZIAMENTO

Descrivere le fonti di finanziamento che si intende attivare.

Affidamenti a Breve								
Anni	2025		2026		2027		2029	
	Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000
Tipologia								
Totale								

Affidamenti a Breve								
Anni	2025		2026		2027		2029	
	Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000	Tasso	€/000
Tipologia								
Totale								

3.2.2. *Revisione*

Nelle tabelle sottostanti è posta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei Piani previsionali relativi ai esercizi **XXXXX**, costruiti assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel capitolo **3.3**.



Conto economico

C.E.	Anni	Previsionali					
	Storico	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ricavi operativi netti	6.166.539	6.320.365	6.481.881	6.643.197	6.804.521	6.829.540	7.016.512
Var. Rim. Prodotti e Semil.	-103.405	18.080	3.964	10.000	11.371	11.371	4.483
Acquisti Prodotto finito	0	-5					0
Lavori in Economia	0	0			0		0
Valore della Produzione	6.063.134	6.338.446	6.485.845	6.653.197	6.815.892	6.833.913	7.020.995
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	-126.384	22.098					5.479
Acquisti Merci/Mat. Prime	2.741.315	3.092.870			1.006.500		1.428.704
Costi vari per Servizi	1.102.555	1.120.000	56.000	74.000			1.206.182
Lavorazioni Esterne	57.844		50.800	62.000			65.819
Valore Aggiunto	2.035.034	2.147.674	2.172.780	2.172.780	2.172.780	2.172.780	2.325.768
Costo lavoro	1.519.290	1.549.934					1.596.796
M.O.L.	515.744	597.740	592.922	592.922	592.922	680.542	728.972
Ammortamenti materiali		69.000			19.090	19.090	19.090
Ammortamenti immateriali		4.286			4.286	4.286	258
Accantonamenti		12.170			12.473	12.603	12.762
Risultato Operativo	515.744	680.542	680.542	680.542	680.542	680.542	696.861
Oneri Finanziari	1.03.614		1.457	1.457	1.450	1.450	1.435
Proventi Finanziari			3.419	5.907	7.425	10.089	
Gestione Strutturaria	-7.000		0	0	0	0	0
Gestione non operativa	1.600	-6.017	-6.017	-5.999	-5.982	-5.964	
Imposte	174.900	175.753	188.490	212.301	223.632	239.083	
Risultato Netto	143.970	185.568	324.556	385.543	420.920	460.467	

27



Stato Patrimoniale

S.P.	Anni	Previsionali				
	Storico	2024	2025	2026	2027	2028
Liquidità Finanziarie	38.742	244.529	724.034	1.200.000	1.735.693	2.300.232
Clienti e Crediti diversi	1.635.228	1.733.338	1.766.730	1.766.730	1.766.730	1.882.250
Risconti attivi	1.024	1.024	1.024	1.024	1.024	1.024
Magazzino	293.125	333.305	340.000	340.000	340.000	340.000
ATTIVO CORRENTE	1.968.121	2.312.198	2.131.518	2.131.518	2.131.518	2.131.518
Immobil. Materiali	1.215.026	1.215.026	1.215.026	1.215.026	1.215.026	1.215.026
Fondi Ammortamento	745.877	822.000	895.000	968.000	1.041.000	970.307
Immobil. Immateriali	17.921	17.921	17.921	17.921	17.921	17.921
Immobil. Finanziarie	34.527	34.527	34.527	34.527	34.527	34.527
ATTIVO FISSO	521.500	521.500	521.500	521.500	521.500	521.500
CAPITALE INVESTITO	2.489.621	2.833.698	2.653.018	2.653.018	2.653.018	2.653.018
Debiti finanz. a breve		36.102	36.102	36.102	36.102	35.673
Fornitori e Debiti div.		1.240.263	1.240.263	1.240.263	1.240.263	1.352.754
PASSIVO CORRENTE	1.367.365	1.367.365	1.367.365	1.367.365	1.367.365	1.367.365
Debiti Finanziari a ML	46.760	46.760	46.760	46.760	46.760	46.760
Altri debiti a ML	696.656	696.656	696.656	696.656	696.656	696.656
PASSIVO CONSOLIDATO	458.416	458.416	458.416	458.416	458.416	458.416
MEZZI PROPRI	630.977	630.977	1.241.046	1.626.589	2.047.509	2.507.977
TOTALE PATRIMONIO	2.489.621	2.833.698	3.203.012	3.736.125	4.238.208	4.834.314



Piano Finanziario

Val. Positivi=Fonti Negativi=Impegni	Val.	2025	2026	2027	2028	2029
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE		-387.514	208.089	687.593	1.197.886	1.699.590
M.O.L. (EBITDA)		553.344	592.924	640.000	700.542	728.972
(+) Saldo Gestione Finanziaria		-1.317	1.961	2.000	2.000	8.654
(-) Imposte d'Esercizio		-174.753	-188.490	-190.000	-193.000	-239.083
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratt.		1.712	1.000	1.000	1.640	1.782
(+) Accantonamento T.f.r.		83.483	0	11.000	86.000	873
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		0	0	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE		462.470	405.401	462.000	506.142	587.199
Crediti Commerciali		-117.000	0	25.000	0	-50.601
Magazzino Netto		0	8.810	9.200	3.000	-9.962
Altri Crediti Operativi		0	13.000	0	-420	-4
= Variazione Attivo Circolante		0	43.810	34.200	33.696	-60.568
Debiti Commerciali		0	14.960	0	14.006	26.928
Altri Debiti Operativi		12.604	0	6	-29.268	11.409
= Variazione Passivo Circolante		12.604	14.960	6	-15.262	38.338
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVE		-13.134	28.850	40.206	-18.566	-22.230
Immobilizzazioni Materiali		0	0	0	0	-2
Immobilizzazioni Finanziarie		0	0	0	0	0
Disinvestimenti		0	0	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVO INVESTIM.		0	-9	0	0	-2
Rimborso Mutui e Finanziamenti M/L		0	0	0	0	0
Erogazioni di Dividendi		0	0	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO		-13.134	479.503	510.293	501.703	564.968
Accantonamenti e Finanzam. M/L		0	0	0	0	0
Variazioni di Capitale e Riserve		0	0	-2-2	0	-4
= SALDO FINANZIARIO A BREVE		595.603	479.504	510.293	501.703	564.968
SALDO FINANZIARIO A BREVE		208.089	687.593	1.197.886	1.699.590	2.264.559

3.3 L'Analisi dei bilanci



3.3.1. Analisi economica

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici economici di bilancio.

Indicatori di redditività complessivi					
INDICI	ANNI	2022	2023	2024	Media Settoriale
Reddito Netto		€288.188	€1.000.000	€1.439.000	
Saggio Redditività netta Reddito N./Fatturato N.		5,52%	22,57%	27,57%	
ROE (return on equity) Reddito Netto/Mezzi Propri		68,98%	100,00%	117,50%	%
Reddito Operativo		€600.000	€1.800.000	€2.400.000	€
ROI (return on investment) Reddito Oper./Cap. Inv.		17,73%	22,57%	27,57%	%
ROS (return on sales) Reddito Operat./Fatturato		15,00%	22,57%	27,57%	%
Turnover Cap. Investito Fatturato/Capitale Investito		2,49	2,49	2,49	
ROD (return on debt) Oneri Finanz./Cap. Investito		3,33%	5,57%	5,57%	%
Oneri Finanz. Medio		2,33%	2,28%	1,70%	%
Incidenza Consumi s. Fatturato		46,13%	47,29%	47,29%	%
Incidenza Lavoro/Fatturato		24,57%	25,05%	25,05%	%
Incidenza Lavoro/Valore Aggiunto		70,54%	70,54%	74,65%	%
Fatturato addetto		€132.111	€140.146	€142.000	€
Valore Aggiunto		€53.452	€49.611	€46.881	%



Indicatori di redditività complessiva

INDICI	ANNI	Storico	Previsionali					Trend
			2024	2025	2026	2027	2028	
Reddito Netto	€	143.973	285.568	324.556	385.543		460.467	↑
Saggio Redditività netta Reddito N./Fatturato N.		2,33%	4,52%	5,00%	5,7			↑
ROE Reddito N./Mezzi Propri		29,56%	45,26%	35,41%		25,07%	22,4	↑
Reddito Operativo	€	427.784	467.673	517				↓
ROI Reddito Oper./Cap. Inv.		17,60%	18,35%					↓
ROS (return on sales) Reddito Op./Fatturato		7,05%	7,37		9,00%		7,2%	↔
Turnover Capitale Invest. Fatturato/Cap. Invest.		2,49			95		1,56	↔
ROD (return on debts) Oneri Finanz./Cap. Terzi		5,5		0,07		0,06%	0,06%	↔
Oneri Finanz.N./Fattur. N.			0,02%	0,00		0,00%	0,00%	↑
Incid. Consumi su Fatt.			48	48		48,65%	48,75%	↓
Incid. Costo lavoro/F			20%		23,51%	23,13%	22,74%	↓
Incid. Costo lav./V					71,13%	69,90%	68,65%	↔
Agg.			2,49					↓
Fatturato per addetto	€	142.000		145	146.686	150.614	154.738	↔
Val. Agg. per addetto	€	46.881		47.273	48.548	49.893	51.310	

Dall'anno in cui l'indice è...



In particolare, dalla scomposizione del ROE si rileva che.....

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR.-FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u>	<u>RN</u> Ris.Lordo
2022= 68,98%	12,53%	2,33	4		0,46
2023= 31,83%	8,72%	2,49	5,02	0	0,29
2024= 29,56%	7,05%	2,49	3	0,74	

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR.-FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u>	<u>RN</u> Ris.Lordo
2024=29,56%	7,05%	2,49	3,02	0,74	0,45
2025= 45,26%	7,37%	2,49	2,92	0,74	0,62
2026= 35,41%	7,97%	2,49	2,92	0,99	0,63
2027= 31,06%	9,00%	1,95	2,92	0,99	0,64
2028= 25,87%	9,00%	1,95	2,92	0,99	0,65
2029= 22,48%	9,00%	1,56	2,92	1,00	0,65



3.3.2 Analisi Patrimoniale e Finanziaria

Lo scopo della presente analisi è quello di segnalare se sussistono le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa: -) l'omogeneità tra la natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento utilizzate; -) l'esistenza di equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella del capitale di terzi; -) un equilibrato rapporto tra capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare in che misura la combinazione delle fonti è in grado di produrre flussi monetari equilibrati, tali, cioè, da consentire di far fronte al momento agli impegni di uscita che la gestione richiede.

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

Indici patrimoniali e finanziari				
INDICI	ANNI			Media settore
	2022	2023		
I. Complessivo copert. Immobil.				
Fonti permanti/Attivo Immobilizz.	1,00	1,00	2,00	↑
I. Autocopertura Immobilizzaz.				
Mezzi propri/Attivo Immobilizzato	0,90	0,90	0,90	↑
Debt Equity ratio				
Capitale di terzi/Mezzi propri	1,19	1,19	1,40	↓
Rapporto Indebitam. One				
Indeb. Finanz.N./Mezzi propri	0,50	0,50	0,68	↓
Current ratio				
Attivo Circol./Passivo Circol.	1,40	1,40	1,40	↑
Quick ratio				
(Liq.Immed.+ Differenz. v/c/cred. v/c/cred. Diff.)/Passivo Circol.	0,87	0,87	1,19	↔
Indice di Solman				
	3,14	3,14	3,40	↔
Durata media dei crediti v/c/cred.				
	72	72	78	↔
Giorni di magazzino				
(g. di magazzino / vendite) x 360	32	32	17	↑
Levatura debiti v/fornitori				
	75	84	88	↓
Cassa				
	363.348	223.444	219.975	↓ €
Indebit. Fin.				
	234.457	445.438	434.274	↔ €
Cash Flow / I.F.N.				
	1,54	0,50	0,50	↓
Fatturato N./I.F.N.				
	0,04	0,07	0,07	↔

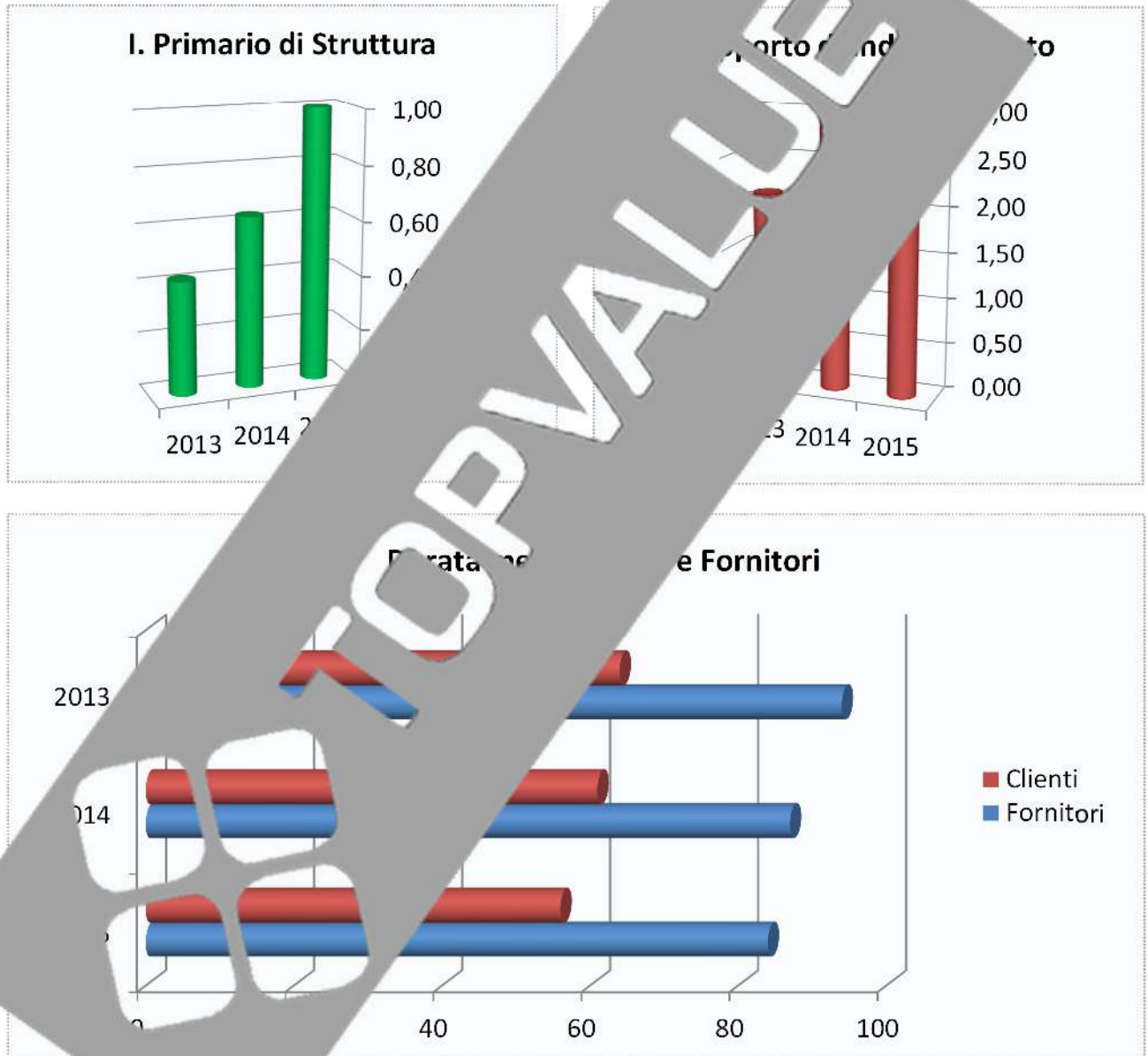


Indici patrimoniali e finanziari

INDICI	ANNI	Previsionali					Trend	
	Storico	2024	2025	2026	2027	2028		2029
I.Compl. copert. Immob. Fonti perm.ti/Att. Immob.	2,08	3,33	5,11	7,00			12,31	↑
I. Autocopertura Immobil. Mezzi propri/Attivo Imm.	1,20	2,08	3,36			5,67		↑
Debt Equity ratio Cap. di terzi/Mezzi propri	2,94	2,00	1,50			1,06		↓
Rapporto Indebit. Oner. Indeb. Fin. N./Mezzi propri	0,68	0,00				0,00		↓
Current ratio Attivo Circ./Passivo Circol.	1,40	1,50		2,40			3,28	↑
Quick ratio (Liq.Im.+Liq.Diff.)/Pass.Circ	1,19			2,00			3,01	↔
Indice di Altman Durata crediti v/cl.	3,00		2,00			3,03	2,93	↔
Giac. media magazz. (gg)			20			83	80	↔
Durata debiti v/fornitori		19				19	19	↑
Cash flow		366.800			16.667	452.043	487.563	↓
Indebit. Finanz. N.	4.274				-1.151.126	-1.652.829	-2.217.798	↔
Cash Flow / I.F.N.		0,00			0,00	0,00	0,00	↓
Fatturato N./I.F.N.	0,07		0,09		-0,17	-0,24	-0,31	↔

Dati e previsioni in Indici emerge....





Nelle tabelle successive vengono dettagliatamente elencati i debiti finanziarie a breve e a M/L termine.

INDEBITAMENTO A BREVE €/000	2022	2023	2024
Scoperto c/c	€	€	€
Anticipi SBF	€	€	€
Anticipi Import	€		€
Anticipi Export	€		
TOTALE	€		€

INDEBITAMENTO A ML €/000	2022	2023	2024
Mutuo 1			
Mutuo 2		€	
Mutuo 3			€
Mutuo 4			€
			€

3.4 La Normalizzazione degli aggregati economici

Nella prima fase di lavoro preventivo sono stati sottoposti a revisione e normalizzazione tutti i valori contabili economici e finanziari.

Il presente paragrafo si riferisce alla normalizzazione economica, e consiste nel depurare il Risultato d'esercizio (o il M.o.L. o il N.o.p.) da un elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore dei risultati economici medio-ordinari e di quelli che prospettici.

oggetto di riallineamento:

- I componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati eliminati in quanto di natura casuale e disconnessa dall'attività tipica aziendale, non sono stati presi in analisi, per la determinazione della redditività aziendale.
- **ALTERNATIVA** I componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati distribuiti nel tempo, sostituendo in questo modo ad un elemento casuale, un valore medio.



- I componenti di reddito afferenti i capitali accessori.
- I componenti non inerenti la produzione di reddito.
- Gli effetti delle **politiche di bilancio** o di voci di natura meramente fiscale: è stata rivista ogni fondamentale stima di bilancio (ammortamenti, magazzino, fondi e riserve ecc.), ed è stato eliminato ogni intervento riduttivo o incrementativo dell'imponibile per fini tributari e/o strategici.
- Gli effetti del **deprezzamento monetario**: in Italia, con l'avvenire del 2000 si è assistito ad un forte contenimento del tasso d'inflazione. Per questo motivo è stato indicato superfluo adeguare i bilanci storici in funzione delle condizioni inflazionistiche.
- Componenti di reddito contabilmente non rilevati:
- **Compenso direzionale** esposto in bilancio: tale componente retributiva, in esame in esame non proporzionato alla reale performance, è stata eliminata per il seguente motivo.....
- **Costi o ricavi latenti**: nell'azienda in esame sono stati rilevati, come costi, inadeguati livelli retributivi del personale direttivo (in particolare per la contabilità). Tale costo è stato correttamente stimato e eliminato in base al mercato di riferimento. I ricavi integrati dei ricavi non completamente realizzati sono stati eliminati per gli stessi motivi.
- Rideterminazione delle imposte di competenza.

EVENTUALE Essendo in presenza di dati contabili secondo principi contabili nazionali, si è proceduto con l'allineamento ai principi contabili internazionali (SIF) (IAS e IFRS in Europa). Ciò per rendere i dati confrontabili anche con i bilanci elaborati in altri paesi, e soprattutto per sostituire il principio tradizionale del costo con quello del valore.

Si riporta di seguito il risultato normalizzato netto, e cioè il risultato netto dopo le correzioni apportate, che attengono esclusivamente all'eliminazione dei componenti reddituali non inerenti alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura straordinaria. Non si è proceduto alla contabilizzazione dei leasing con il metodo finanziario in contropartita dell'eliminazione delle differenze riscontrate rispetto alla contabilizzazione con il metodo del costo, come è stato utilizzato.

Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto dell'imposta sul reddito al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota del 28,37% ed è stato ipotizzato un'aliquota pari al 3,9% ove le poste eliminate abbiano avuto rilevanza fiscale.

Infine, il reddito medio normalizzato netto viene ricavato attraverso una media ponderata dei redditi normalizzati netti, tenendo conto della loro diversa incidenza sul risultato prospettico.

Si ritiene che il risultato normalizzato netto, riferito al risultato d'esercizio conseguito nell'esercizio chiuso il 31.12.2011, sia il dato maggiormente rappresentativo dei risultati aziendali caratteristici.



Normalizzazione dei Risultati Economici netti civilistici

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
RISULTATO D'ESERCIZ. CIVILISTICO	288.188	142.539	143.973	285.568	324.556	385.543	420.920	460.467
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti e Accantonamenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche a Valutazioni	0	0	0	0	0	0	0	0
Compenso direzionale	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</i>	2.344	75.461	7.300	0	0	0	0	0
Eventi straordinari	2.344	75.461	7.300	0	0	0	0	0
Altro	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>ALTRE RETTIFICHE</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche Amm.ti per Fenomeno Inflattivo	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>STORNO EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE</i>	-1.261	-1.261	-1.261	0	0	0	0	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	289.271	142.539	147.282	285.568	324.556	385.543	420.920	460.467
Correttivo per inflazione	0	95	105	0	102	103	104	105
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	289.271	142.539	147.282	285.568	324.556	385.543	420.920	460.467
Ponderazioni	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	Previsionale	Medio
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	375.411	310.779

A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **Risultato netto normalizzato** che verrà assunto nella propria valutazione sarà pari a €



Normalizzazione dei M.O.L. (E.B.I.D.T.A.)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIDTA CIVILISTICO	728.106	597.383	515.737	553.344	592.924	635.245	680.542	728.972
<i>RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Rettifiche a								
Valutazioni di natura fiscale	0	0	0	0	0	0	0	0
Compenso direzionale	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	728.106	597.383	515.737	553.344	592.924	635.245	680.542	728.972
Correzione per Fenomeno Inflattivo	98	99	100	101	102	103	104	105
EBIDTA REALE NORMALIZZATO	742.889	603.382	515.737	553.344	592.924	635.245	653.987	693.592
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI	Medio
RISULTATO NORMALIZZATO	629.031

A conclusione del presente lavoro di analisi, si propone il **M.O.L. normalizzato** che verrà assunto nella successiva valutazione del complesso aziendale.



Normalizzazione dell'E.B.I.T.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT CIVILISTICO	647.289	508.025	427.784	467.673	517.102	599.394	644.561	696.861
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0	0		0	0	0
Ammortamenti e Accantonamenti	0	0	0	0			0	0
Rettifiche a Valutazioni di natura fiscale	0	0	0					0
Compenso direzionale	0	0	0					0
Altre Manovre	0	0	0				0	0
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	0					0	0
Altro	0	0			0		0	0
Rettifiche Amm.ti per Fenomeno Inflattivo	0			0		0	0	0
EBIT NORMALIZZATO LORDO	647.289		427.784			599.394	644.561	696.861
Imposte su Ebit normalizz.	348.000	123.650	150.000		1.980	212.852	223.635	238.164
EBID NORMALIZZATO NETTO NOMINALE		2.534	272.784		327.122	386.542	420.925	458.697
Correzione per Fenomeno Inflattivo		99	100	101	102	103	104	105
EBID NORMALIZZA NETTO REALE	5.116	20	272.684	287.256	320.676	375.174	404.501	436.434
Ponderazione	0		0	0	0	0	0	0

40

VALORI MEDIANI	Previsionale	Medio
EBIT NORMALIZZATO	376.683	322.266
EBID NORMALIZZATO	376.683	322.266

A conclusione dei procedimenti di normalizzazione, il N.O.P.A.T. normalizzato che verrà assunto nella successiva valutazione è pari a €....



3.5 Revisione dei valori patrimoniali al Fair Value e valutazione degli Intangibles

Si procede ora alla valutazione con il metodo analitico-patrimoniale attraverso una stima del patrimonio netto rettificato alla data del X determinato mediante:

- la verifica della consistenza delle poste attive;
- la verifica delle poste passive;
- la riespressione a valori correnti delle poste attive o passive il cui valore contabile non sia giudicato congruo.

Pertanto, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del patrimonio netto aziendale, i valori contabili di attività e passività sono stati sottoposti a revisione. Il valore contabile di ogni attività è reso necessario ancorché in presenza di bilanci non rettificati, in quanto il bilancio è compreso nell'allineamento dei bilanci ai principi contabili internazionali.

Le verifiche hanno riguardato i seguenti contenuti:

- Controllo di completezza nella contabilità di tutte le attività e passività;
- Controllo e validazione dei documenti contabili relativi alle attività e passività iscritte in bilancio;
- Controllo della reale esigibilità delle attività;
- Controllo della reale consistenza delle riserve;
- Controllo della reale consistenza delle passività.

Successivamente si è proceduto alla stima di valori (Fair Value) delle attività materiali.

Si è ricorso a tecnici esterni per la stima di valori di mercato di stima allegate alla presente.

ALTERNATIVA Per le attività materiali si è applicato l'*Impairment Test*, che consiste nel confronto tra il valore contabile e il valore d'uso. Il valore d'uso è il più alto tra il valore d'uso ed il valore di realizzo. In caso di valore contabile superiore al più alto dei due valori, si è imputata una perdita pari alla differenza, in riduzione del valore contabile.

Il valore d'uso è stato di volta in volta determinato in base alle indicazioni dello IAS 36, quindi considerando:

• i flussi finanziari netti in entrata e in uscita che deriveranno dall'uso operativo dell'attività e dalla sua dismissione finale;

• l'individuazione di un adeguato tasso di attualizzazione da applicare a tali flussi di cassa futuri.

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

I Titoli quotati sono stati valutati considerando la media dei prezzi degli ultimi 6 mesi.....

I Titoli non quotati, considerati i rendimenti in linea con quelli di mercato, sono stati valutati al costo.....

Le partecipazioni sono state valutate al prezzo di mercato.....

Al fine di una completa valutazione del capitale dell'impresa sono stati valutati anche gli *intangibles* specifici, sia acquisiti che prodotti internamente.

I primi, sono stati classificati secondo i dettami dei principi di *Intangible Value*, e sono sottoposti ad *Impairment Test*.

Sono stati individuati i seguenti intangibili acquisiti:.....

- **Intangibles legati alla tecnologia:**
 - Brevetti
 - Software
 - Tecnologia non brevettata
 - Banche dati
 - Segreti di produzione (formule, ricette, lettere,)
- **Intangibles basati su contratti:**
 - Accordi, licenze, royalties
 - Contratti
 - Permessi di costruzione
 - Contratti di franchising
 - Diritti di trasmissione
 - Diritti d'uso
 - Contratti di mutuo
 -
- **Intangibles legati ai diritti:**
 - Commedie, spettacoli
 - Opere letterarie
 - Creazioni
 - Immagini
 - Materiali pubblicitari
 -
- **Intangibles legati ai clienti:**
 - Customer list
 - Catalogo online
 - Relazioni contrattuali
 - Relazioni non contrattuali con i clienti
- **Intangibles legati al marketing:**
 -
 - Immagine interna
 - Immagine esterna
 - Accordi di concorrenza
 -



Per la contabilizzazione degli *Intangibles* prodotti internamente, sono state considerate solamente le attività rispondenti a tutte le caratteristiche riconosciute dalla dottrina prevalente:

- Possibilità di misurazione con ragionevole precisione;
- Determinazione da costi a utilità differita nel tempo e presenza di ritorno economico maggiore del costo del capitale (*Required Return*);
- Separabilità dall'impresa.

Gli *Intangibles* specifici non affidabilmente valutabili non sono considerati separatamente dal goodwill.

Per la misurazione degli *Intangibles* specifici prodotti internamente sono adottati i seguenti metodi: Costo, applicando sia il metodo del Costo Residuale, sia il metodo del "Costo di Riproduzione" e il metodo del Costo storico.

ALTERNATIVA: il criterio dei Risultati differenziali, il metodo del "Costo di Riproduzione" dei risultati differenziali, e il metodo del "Costo della perdita di valore".

ALTERNATIVA: il criterio Comparativo, applicando i criteri delle *Times* e *Yields* comparabili, il metodo dei *Royalties Rates (r/r)*, il metodo dei *Costs of Sales* impliciti nei *Costs of Sales*, il metodo dei Multipli Empirici, il metodo dei Differenziali di Multipli Empirici.

ALTERNATIVA: il criterio delle Ricerche e Sviluppo applicando il metodo *Interbrand*, il metodo *Brand Rating*.

ALTERNATIVA: Il criterio del "Valore di mercato" e di "Costo di sostituzione".

Sono stati individuati i seguenti *Intangibles* prodotti internamente:

- **Intangibles legati al prodotto:**
 - Brevetti
 - Software
 - Tecnologie brevettate
 - Banche dati
 - Segreti commerciali (es. ricette)
 -
- **Intangibles legati all'arte:**
 - Commedie, opere balleristiche
 - Opere letterarie
 - Registrazioni musicali
 - Disegni e fotografie
 - Materiali audiovisivi
- **Intangibles legati ai clienti:**
 - Customer list
 - Patente
 - Relazioni commerciali
 - Relazioni contrattuali con clienti
 -
- **Intangibles legati al marketing:**
 - Marchi



- o Domini internet
- o Imballaggio commerciale
- o Accordi di non concorrenza
- o

Ai fini dell'imputazione degli ammortamenti degli *Intangibles* nei Conti economici previsionali, in osservanza dei principi contabili internazionali è stata effettuata la suddivisione tra gli intangibili a vita indefinita e definita.

Rientrano tra i primi:

- o Marchi
- o Domini internet
- o

Rientrano tra i secondi:

- o Tecnologie
- o Concessioni
- o Diritti
- o Portafoglio clienti
- o

Gli *Intangibles* a vita definita, sono quelli per i quali è possibile determinare la vita utile del valore stesso. Secondo le indicazioni IAS 38, la vita utile di un bene intangibile per una società è il periodo o il numero di periodi durante i quali il bene contribuisca direttamente o indirettamente ai flussi di cassa o di benefici economici che determinano la vita utile sono:

- il periodo di utilizzazione probabile del bene
- il periodo di utilizzazione probabile del bene
- le previsioni legali e contrattuali che possono limitare la vita utile o rendere possibile il rinnovo o l'estensione
- gli effetti della concorrenza e di altri fattori economici
- le spese future per rinnovare o migliorare il bene

Secondo questi assunti e sulla base dei principi contabili approvati, sono stati strutturati i piani di ammortamento relativi agli *Intangibles* a vita definita.

Per gli *Intangibles* a durata indefinita è stato utilizzato l'*Impairment Test*, per la stima della eventuale perdita di valore di ciascun asset previsionale.

Fiscali

I plusvalori rilevanti per la valutazione delle quote sociali, vengono in genere ridotti per tenere conto dei carichi fiscali. Si tratta, a evidenza, di carichi potenziali, così come potenziali sono i plusvalori a cui si riferiscono. E' tuttavia indispensabile evidenziare tali elementi correttivi dal momento che, all'atto dell'attuale realizzazione dei valori positivi, insorge in modo automatico, e con preciso rapporto di causa-effetto, l'obbligo di sopportare oneri fiscali. Tuttavia una serie di

motivi induce, nella pratica realizzazione del calcolo, di considerare il carico in base ad aliquote non piene ma ridotte, dato che nella gran parte delle aziende del settore fiscale potenziale può ottenere varie possibili riduzioni. Le aziende, per ottenere e risolvere il problema e, in un modo o nell'altro, l'obiettivo viene speso. Ai fini valutativi, le operazioni da riportare alle aliquote piene degli oneri fiscali sono le situazioni di fatto, nel caso con riferimento alle specifiche situazioni considerate. Il presente caso di studio è compreso tra 1/2 e 2/3 dell'aliquota piena.

Nella presente relazione di stima, si è ritenuto opportuno applicare ai plusvalori ad un'aliquota pari al 12%, corrispondente alla aliquota prevista dal comma 2-ter, art. 176, D.P.R. 917/1986, che consente l'affranco dei plusvalori latenti per i plusvalori facenti parte di aziende oggetto di operazioni straordinarie, fusioni, scissioni e altre operazioni straordinarie.

Infine, si è prudenzialmente ritenuto opportuno applicare la svalutazione riportata con riferimento alla svalutazione apportata ai crediti.

Alla luce di quanto esposto, la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio è la seguente misura:

Voci rivalutate	Valore di Bilancio	Valore di Mercato	Miglior valore	Fiscalità latente
Totali				

Al termine dell'operazione di stima, il **Patrimone al Fair Value** risulta pertanto il seguente:

ATTIVITA'	Valore di Bilancio	Rettifiche	Fair Value
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	469.148		469.148
Terreni	0	0	0
Immobiliari operativi	301.436	0	301.436
Immobiliari operativi	90.243	0	90.243
Bene operativi	77.468	0	77.468
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	17.921		17.921
Brevetti, Marchi, Software	1.807	0	1.807
Spese Pubblicitarie	8.263	0	8.263
Studi e Ricerche	5.577	0	5.577
Sp. Impianto, Avviamento, Altri Costi	2.272		2.272
IMMOBILIZZ. FINANZIARIE	34.527		34.527
Partecipazioni - Quote - Titoli	103	0	103
Mutui e Crediti Finanziari	0	0	0
Altre Attivita' > 12 mesi	34.424	0	34.424
MAGAZZINO	295.861		295.861
Materie Prime e Imballaggi	162.724	0	162.724
Prodotti in Corso di Lav.-	44.378	0	44.378



Semilavorati			
Prodotti Finiti	88.758	0	88.758
DISPONIBILITA' E LIQUIDITA'	1.684.609		1.684.609
Crediti verso Clienti	1.608.042	0	1.608.042
Anticipi Forniture Merci	9.613	0	9.613
Anticipi Forniture C/Capitale	0		0
Erario Conto/Iva	0		0
Crediti Diversi	15.580		15.580
Ratei Attivi	11.605		11.605
Risconti Attivi	1.024		1.024
Crediti v/soci per Versamenti	0		0
Investimenti a Breve	3.425		3.425
Banche c/c Attivi	29.564		29.564
Cassa	5.752		5.752
Totale Attività	2.502.068		2.502.068

PASSIVITA'	Valore contabile	Rettifiche	Value
FONDI RISCHI E SPESE			395.724
Altri Fondi Spese e Rischi > 12 m.			10.329
Debiti Tributari			0
Fondo T.F.R.	385.395		385.395
DEBITI MEDIO-LUNGO TERMINE	63.116		63.116
Mutui e Debiti Finanziari	46.760	0	46.760
Altri Debiti > 12 mesi	16.355	0	16.355
DEBITI CORRENTI	1.412.306		1.412.306
Fornitori Operativi	815.178	0	815.178
Anticipi da Clienti	12.349	0	12.349
Erario Conto Iva	0	0	0
Debiti Diversi Fornitori Vari	158.366	0	158.366
Finanziamenti Vari e c/Anticipi	36.440	0	36.440
Ratei Passivi	51	0	51
Risconti Passivi	103	0	103
Banche c/c Passivi	389.816	0	389.816
Totale Passività	2.502.068		2.502.068

	Valore contabile	Rettifiche	Fair Value
PATRIMONIO NETTO	630.920	0	630.920



3.6 La determinazione del tasso di interesse

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state ritenute ragionevolmente e coerentemente rispetto al processo valutativo.

SE SI SCEGLIE IL METODO EMPIRICO

Saggio di redditività normale del settore

Tale tasso è individuato in riferimento ai seguenti elementi:

- remunerazione reale di un investimento privo di rischio
- remunerazione del rischio d'impresa

Per il primo si considera il tasso di rendimento riservato al merito offerto dai BUND tedeschi a 10 anni (prudenzialmente depurato dalla componente inflazionistica), la cui aleatorietà è quasi nulla.

Per il secondo, nel caso in cui il settore di riferimento sia la consolidata presenza sul mercato, inducono a stimare un rischio di settore pari al 5%; il quale sommato al precedente fornisce un tasso di rendimento pari al 1,25% (assunto nella misura arrotondata del 6,5%).

Ciò in linea con la natura del settore, che suggerisce di operare ad un livello di rischio limitato, per il settore ed il tipo di attività oggetto di valutazione, il "saggio di redditività normale del settore" variabile da un minimo di un punto percentuale a un massimo di 5 punti percentuali.

Tasso di attualizzazione i'

Caso 1: valutazione meno prudente

Il tasso di attualizzazione i' è il tasso di interesse da utilizzarsi per ricondurre alla data della valutazione del valore dei flussi da i sovraredditi che si realizzeranno in futuro. Il valore considera normale rendimento di investimenti privi di rischio quali ad esempio i titoli di stato, pertanto, come riferimento, si considera il tasso dell'1,25%, rappresentato dal rendimento offerto dai BUND tedeschi a 10 anni (anche in questo caso prudenzialmente non depurato dalla componente inflazionistica).

Si ricorda che il rischio d'impresa è già stato considerato nella scelta del tasso da applicare nella determinazione del reddito normale del settore.

(In molti casi si preferisce aumentare il free risk di una maggiorazione; esempio:2%)

Caso 2: valutazione più prudente

Il tasso di attualizzazione i' in genere è uguale oppure superiore di qualche punto (esempio: +2%) rispetto ad i , in quanto il rischio di generare dei sovraredditi è superiore a quello di generare dei "redditi normali". In caso di azienda in perdita è bene che sia inferiore ad i per rendere più prudente la valutazione.



SE SI SCEGLIE IL METODO WACC - CAPM

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state coerenti e razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrasia è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'investimento.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione sono stati adottati i seguenti principi:

- Il principio della sostituibilità dell'investimento deve essere rispettato e in linea con il rendimento di investimento alternativo di primo tipo.
- Il principio della coerenza dei tassi di attualizzazione deve essere rispettato.

Nel rispetto di questi principi, il tasso di attualizzazione è stato determinato attraverso il medio ponderato del capitale, il **WACC** (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = \left(\frac{E}{E+D} \right) K_e + \left(\frac{D}{E+D} \right) K_d (1 - t)$$

dove:

- Ke= è il costo del capitale proprio
- E = patrimonio netto
- D = indebitamento
- Kd= costo dell'indebitamento
- t = aliquota fiscale sui costi di indebitamento

Il costo medio di capitale proprio, è un tasso rappresentativo del costo delle attività di fine periodo, mediate in funzione del rispetto tra i costi di capitale proprio e di indebitamento.

Per la determinazione del costo del capitale proprio (Ke) è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model). Questo modello statistico, espone il rendimento atteso di attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$E(R_j) = R_f + [E(R_{M}) - R_f] * \beta_j$$

dove:

- Rf = tasso privo di rischio
- E(R_M) = rendimento atteso dell'indice del mercato azionario
- β_j = coefficiente di rischio

Il tasso privo di rischio (Rf), è stato quantificato con riferimento al rendimento lordo dei buoni del Tesoro Poliennali con scadenza residua maggiore di 10 anni.

Il premio per il rischio [E(R_M)- Rf] (Equity Risk Premium), è stato determinato utilizzando la media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari confrontabili al netto della media dei rendimenti privi di rischio.....

Il coefficiente β, infine, misura la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente β può



essere visto come il legame fra le determinanti macroeconomiche e le economiche del premio per il rischio finanziario, e misura il rischio dell'investimento rispetto al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è esogeno e insificabile. Il β dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è volatile la ciclo di giro, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'investimento in costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio). Inteso statisticamente, il β è uguale alla covarianza tra i rendimenti attesi delle azioni e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato:

$$\beta = \frac{COV(R_i R_m)}{VAR(R_m)}$$

dove:

β = il beta dell'azienda

R_i = il rendimento atteso dell'azienda

R_m = il rendimento atteso del mercato

Il coefficiente β può essere interpretato in i seguenti modi:

Beta >1	Il titolo oscilla in modo più intenso del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo oscilla in modo meno intenso del mercato, ma con oscillazioni in fase con quelle del mercato
0 > Beta >-1	Il titolo oscilla in direzione opposta al mercato, anche se in maniera meno intensa
Beta <-1	Il titolo oscilla in modo molto intenso al mercato ed oscilla maggiormente in direzione opposta al mercato

Il coefficiente β può essere calcolato per le imprese quotate in borsa. Nel caso in esame, essendo l'azienda non quotata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società comparabili per settore di attività e leva operativa. Si è proceduto alla determinazione del fattore β unlevered, cioè il fattore β depurato dalla struttura finanziaria e che dipende solo dalle caratteristiche del settore e della leva operativa, ed è stato incrementato di un coefficiente percentuale che indica il maggior rischio da attribuire ad una società con dimensioni non sufficienti per accedere ai mercati finanziari. Successivamente si è considerato l'effetto leva generato dal debito presente al termine dei vari esercizi, in modo da pervenire al β levered.

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} * \left\{ 1 + \left[(1 - T) * \frac{D}{C} \right] \right\}$$

Le banche dati di riferimento sono reperibili su pubblicazioni finanziarie, ma si è creduto opportuno, per una maggiore completezza informativa, acquisirli presso un *data provider* specializzato, il quale ha fornito anche gli *adjusted beta*, ovvero i Beta storici rettificati per l'analisi del costo del capitale riferita agli anni prospettici. Il periodo di riferimento su cui sono stati calcolati i Beta di riferimento è di cinque anni.

Nel caso in esame è stato adottato un coefficiente Beta pari a ...

Il **Ke** cui si perviene è pertanto pari a ...



Il **costo dell'indebitamento (Kd)**, è stato inteso come il costo che l'azienda sosterebbe per ottenere un nuovo finanziamento a medio lungo termine. In merito alla determinazione del *pricing* di finanziamenti, si è fatto riferimento alla determinazione del *cost of funds* dell'azienda *target* secondo i parametri vigenti dell'accordo Basilea 2. Data la situazione dell'azienda un rating di su 100, corrispondente ad un Pd del% e un livello di rischio sul mercato corrisponde uno *spread* di punti percentuali sul tasso Eurozone.

Il **Kd** adottato nel caso in esame è pertanto pari a

Per la determinazione dei pesi del costo del capitale, in base alle informazioni necessarie per il calcolo finale del WACC, si è fatto riferimento alla struttura patrimoniale verificata come risulta dai piani aziendali approvati. Questa scelta è stata adottata in quanto verrà utilizzato per l'attualizzazione di flussi economici o finanziari.

Il calcolo finale del WACC è riassunto nella seguente tabella:

CAPITALE DI TERZI	Costo	Peso ponderato
Costo Mezzi propri (Kc)%%
Costo indebitamento (Kd)%%
		100%

EVENTUALE. Gli ulteriori aggiustamenti sono stati apportati in funzione delle seguenti variabili:

- Grado di rischio del caso
 - Dimensione della società (turnover): nel caso specifico, considerato che alle imprese di dimensioni ridotte corrispondono maggiori rendimenti
 - Dell'assetto di liquidità della società: nel caso specifico, si è ritenuto di apportare un ulteriore aggiustamento del Beta in quanto il premio di liquidità pari al.....
 - Inflazione: in base all'indagine svolta è stata utilizzata la formula di Fisher applicata al tasso dell'inflazione attesa (...), valutata solo parziale la capacità dell'impresa di resistere all'inflazione a lungo termine:
- $$1 + i_{(nominale)} = \frac{1 + i_{(reale)}}{1 + 0,5 \cdot infl_{(attesa)}} - 1$$

Il tasso di sconto è stato determinato sulla base della indagine qui condotta e che sarà adottato nella valutazione e sarà pertanto pari a



4. IL PROCESSO VALUTATIVO

(CANCELLARE i metodi e le metodologie non utilizzate qui sotto)

4.1 L'analisi condotta. Metodo Patrimoniale Misto

Come sopra accennato, è noto che le metodologie di valutazione di un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri che tengono conto sia del valore sia del patrimonio netto dell'azienda, del patrimonio ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno un'idea di valore sia patrimoniale che di carattere patrimoniale - reddituale.

La presente perizia viene redatta adottando, come metodologia di valutazione, il metodo misto (Uec) reddituale patrimoniale con stima autonoma del valore. Tale metodo è stato giudicato superato da parte di alcuni operatori e di alcuni studiosi, ma è analitico e statisticamente utilizzabile nel caso in esame poiché consente, da un lato, di ottenere una giusta entità del valore patrimoniale, dall'altro, di approssicare la determinazione del valore con un metodo che è correttamente improntata alla prudenza.

4.2 La metodologia: Patrimoniale Misto

Il metodo, dove la sigla Uec indica l'Unione europea di Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali e reddituali dell'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi completata dalla considerazione delle capacità reddituali prospettive dell'azienda (attraverso la determinazione del "valore di avviamento").

La formula con cui si esprime il "valore patrimoniale misto" è:

$$V = K + R \cdot a_{-ni} \cdot i'$$

- V** = valore economico dell'azienda
- K** = patrimonio netto rivalutato
- R** = reddito medio prospettico
- a_{-ni}** = coefficiente matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita
- i** = è il tasso di rendimento
- i'** = è il tasso di rendimento
- n** = è il numero di anni prevedibile durata dell'avviamento

Secondo questo approccio, il capitale economico è determinato quale somma algebrica del patrimonio netto rivalutato e del valore di avviamento (positivo o negativo), quest'ultimo

configurato attualizzando, per un periodo limitato e ad un tasso prefissato, il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare nel tempo, rispetto a un livello giudicato normale. L'attualizzazione dei sovraredditi è generalmente limitata nel tempo, poiché è ragionevole pensare che essi non permarranno a lungo nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti e i potenziali entranti richiamati dalla presenza di sovrareddito) porterà a una lunga permanenza dei sovraredditi attesi. Anche eventuali sottoredditi non possono essere lungamente in caso contrario, risulterebbe snaturata l'essenza stessa dell'investimento fatto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento dell'interesse dei lavoratori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. L'orizzonte temporale viene utilizzato nell'ipotesi che la vita dell'impresa sia pari a quella delle condizioni aziendali dell'ultimo decennio, l'orizzonte temporale è stato fissato in 10 anni (anche oltre) e talvolta è stata considerata anche una rendita perpetua.

Come sopra motivato, la valutazione del complesso aziendale si riferisce, di fatto, a:

- a) una valutazione patrimoniale del complesso aziendale;
- b) un'autonoma determinazione del valore dell'avviamento.

Quindi, il valore di "K" rappresenta il valore del patrimonio netto del complesso aziendale, adeguando i valori di bilancio a quelli di mercato, procedimento già effettuato nel Paragrafo 3.4.

"R" rappresenta il reddito atteso a partire dal momento in cui è possibile determinare il valore "V" del capitale che è stato impiegato, si fissa il rendimento al quale il capitale è stato impiegato. Da un punto di vista puramente finanziario, il calcolo del valore attuale di una rendita quasi sempre limitata nel tempo, in funzione del rendimento e della probabile durata della capacità dell'azienda di generare reddito.

La determinazione di "R" e di "V" è stata effettuata nei specifici **Paragrafi 3.3 e 3.5**, e ha condotto alle seguenti prime:

Il valore del capitale impiegato, a fini del calcolo dell'avviamento non è stato adottato l'intero reddito "R", ma solo quello della eventuale eccedenza (sovrareddito) che eccede il rendimento normale del capitale netto "K". Il sovrareddito è calcolato dalla formula $(R - Ki)$. Con tale configurazione di calcolo l'avviamento non può assumere valori negativi (*badwill*). Nel caso in esame "i" è stato quantificato nel 10% del valore del capitale netto.

"n" rappresenta il numero di anni per i quali si ritiene possano durare le condizioni generatrici del reddito. Tenuto conto di quanto detto in precedenza, due sono le considerazioni che si ritiene sussistano in relazione alla scelta del valore da attribuire a "n":

1. il fatto che le condizioni generatrici del sovrareddito sono di natura sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire l'azienda in caso di sua cessione non essendo fortemente collegate al gruppo dirigente;



2. il fatto che si ritiene siano sussistenti condizioni che consentano di rivedere il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo.

Pertanto, si può correttamente individuare in XX anni il periodo di capitalizzazione dei redditi.

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

METODO PATRIMONIALE	
A) PATRIMONIO NETTO CORRENTE	
B) AVVIAMENTO	
Reddito adottato €	
Nr anni (n)	
Tasso rendimento normale	
Tasso per attualizzazione	
A+B = VALORE AZIENDA	

Il metodo di controllo

A questo punto, per verificare l'attendibilità del risultato, è bene ottenere un riscontro sull'attendibilità del risultato, valutando il capitale economico dell'azienda utilizzando un metodo che, in sostanza, ha la funzione di controllo.

Il metodo di controllo si basa sul metodo "rendita perpetua" con rendita perpetua. L'ipotesi di durata indefinita del reddito è quella che si presuppone nel successo nella prassi, in quanto, trascorsi un certo numero di anni, la differenza tra la rendita limitata a "n" anni ed il valore attuale della rendita perpetua diventa trascurabile.

Valore attuale

in cui:
V = è il valore attuale dell'azienda
R = è il reddito atteso nel periodo prospettico
i = è il tasso di sconto

In base a tale metodo di valutazione reddituale, il valore dell'azienda coincide con il valore attuale dei redditi futuri che si presume la stessa sarà in grado di produrre. La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata come una semplificazione del metodo finanziario grazie al quale si ottiene il valore dell'azienda in base ai flussi di cassa che un ipotetico investitore potrà ritrarre nel futuro.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante possa essere inteso come una mera semplificazione del metodo finanziario, è accettata dalla prassi in quanto:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed i redditi tendono ad equivalersi;



- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei flussi monetari.

Per procedere, pertanto, viene assunto il "reddito medio" come reddito determinato al paragrafo 3.3.

A giustificazione dell'assunzione di un orizzonte temporale storico da cui il numero di anni sufficientemente elevato (20 anni), la differenza tra il valore attuale della rendita e il valore attuale della rendita perpetua diventa trascurabile.

Anche la determinazione del tasso "i" è già stata effettuata nel paragrafo 3.3.

ALTERNATIVA

Il tasso da utilizzare, invece, deve essere, almeno nominalmente, uguale a quello utilizzato nella precedente metodologia; tale assunto è giustificato dal fatto che il rischio che il reddito possa non mantenersi a livelli attuali in futuro è compensato dall'effetto di un tasso del X% assolve correttamente alla funzione di adeguamento del tasso al rischio.

Pertanto i valori attribuibili al capitale economico sono:

R =

i =

In conclusione, la valutazione del capitale economico aziendale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO AZIENDALE	
REDDITUALE	
REDDITO ADOTTATO	€
TASSO DI CALCOLO ADOTTA:	
RENDIMENTO NORMALE	
PREMIO PER IL RISCHIO	
VALORE AZIENDALE	€

ALTERNATIVA

4.1 L'analisi condotta. Metodo Patrimoniale

Il valore generale del capitale economico dell'azienda **Alfa Value srl** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo Patrimoniale, con il quale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio. E' il risultato del procedimento di ricostruzione del patrimonio netto aziendale, ottenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di sostituzione.



Tale metodo di valutazione non tiene assolutamente conto del grado di generazione reddito o flussi finanziari. E' stato utilizzato per l'azienda in questione in quanto la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero si limita a considerare i flussi finanziari. Essendo forse il metodo di valutazione più oggettivo, il grado di affidabilità per l'aver relazione alla determinazione del corretto valore dell'azienda target è maggiore. Tale aspetto è tenuto conto nel determinare i tassi di attualizzazione adottati nelle analisi di rischio.

4.2 La metodologia: Patrimoniale

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

V = valore economico dell'azienda
k = valore patrimoniale rettificato

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

$$V = k + I$$

V = valore economico dell'azienda
k = valore patrimoniale rettificato
I = valore degli elementi materiali

Per la determinazione di **I** si è tenuto conto quanto già dettagliatamente illustrato nel **Paragrafi 3.4**, riguardando la revisione patrimoniale, già valutati al *fair value*. Rispetto a tali valutazioni in questa sede si ritiene di dover apportare le seguenti integrazioni.....

Pertanto dall'applicazione del metodo patrimoniale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO PATRIMONIALE		
ATTIVITA'		€
Immobilità materiali		€
Immobilità finanziarie		€
Magazzini		€
Disponibilità liquidità		€
PASSIVITA'		€
Fondi rischi e spese		€
Debiti a M/L		€
Debiti correnti		€
VALORE AZIENDALE		€



ALTERNATIVA

4.1 L'analisi condotta. Metodo Reddituale Puro.

Il valore generale del capitale economico dell'azienda **Alfa** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo Reddituale Puro, che esprime il valore in funzione della sua capacità reddituale futura.

Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito "R", è possibile determinare il valore "V" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso di rendimento "i" impiegato. Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione (o sconto) del flusso di risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita perpetua (o a termine per un certo numero di anni, a secondo della probabile durata dell'attività dell'azienda di cui si è in possesso).

Il criterio di valutazione in esame non tiene conto del valore patrimoniale dell'azienda. È stato scelto in quanto l'azienda in esame ha caratteristiche di scarso fattore patrimoniale, assenza di particolari problemi di natura discrezionale e garanzia in relazione alla durevolezza della redditività.

4.2 La metodologia: Reddito Normalizzato.

La formula con cui si esprime il "metodo del reddito puro", è la seguente:

Durata della rendita *limitata*

$$V = R a_{-ni}$$

- V** = è il valore economico dell'azienda
- R** = è il reddito normalizzato
- a_{-ni}** = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita
- i** = è il tasso di valutazione
- n** = è il numero di anni prevedibili di vita dell'azienda

La scelta della "R" e di "n" è già stata effettuata nei specifici **Paragrafi 3.3 e 3.5**, e si riferisce alle seguenti stime:

i =

La scelta dell'orizzonte temporale "n" dipende da vari fattori. Rappresenta il numero di anni futuri durante i quali si ritiene che l'azienda riesca a riprodurre livelli reddituali almeno pari al reddito adottato nella valutazione. In mancanza di contesti che giustificano rendite con durata limitata nel tempo, nel caso in esame è stato adottato



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

METODO REDDITUALE	
REDDITO ADOTTATO	€
TASSO PER CALCOLO RENDITA:	
RENDIMENTO NORMALE	
PREMIO PER IL RISCHIO	
VALORE AZIENDALE	€

ALTERNATIVA

4.1 L'analisi condotta. Metodo Discounted Cash Flow

Il valore generale del capitale economico della azienda **Alfa Value srl** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo finanziario D.c.f. (Discounted Cash Flow) sulla base dei flussi di cassa attesi dall'investimento e sull'attualizzazione dei flussi di cassa (valori presenti) al valore del complesso aziendale al termine del periodo di attesa dei flussi (valori futuri).

Tale metodo è considerato molto vicino al valore di vista concettuale, in quanto più vicino alla formulazione di una valutazione di attività finanziaria. Un altro vantaggio attribuito a questa metodologia è maggiore rispetto ai metodi reddituali, in quanto esclude le voci di costo (o non monetarie) che possono risentire di stime soggettive. E' utilizzato per valutare investimenti in immobili, di servizi, e finanziarie, ed è molto adatto per valutare investimenti in cui i benefici non abbiano ancora raggiunto il *Break Even Point*.

Il metodo finanziario D.c.f. (Discounted Cash Flow) è il valore generale della società *target* per le seguenti principali ragioni:

- Predominanza di "patrimoni" della **Alfa Value srl** di difficile misurazione attraverso l'applicazione di metodi reddituali.
- Maggiore rilevanza degli investimenti finanziari attuali.
- Il business della **Alfa Value srl** è concentrato principalmente nei servizi.

4.2 La metodologia Discount Cash Flow

La formula con cui si esprime il "metodo di valutazione finanziario D.c.f.", è la seguente:



$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{Vr}{(1+i)^n}$$

- V** = è il valore economico dell'azienda
- F** = sono i flussi di cassa attesi dall'investimento
- Σ** = è il simbolo matematico di sommatoria
- i** = è il tasso di valutazione
- t** = è il numero di anni di prevedibile durata dei flussi di cassa
- Vr** = è il valore residuo dell'azienda al termine del tempo t

I flussi finanziari "F" devono essere liquidi e prelevabili dall'azienda, e il metodo di valutazione deve essere in grado di tenere conto di tutti i costi necessari a garantire la continuità gestionale e la sua posizione finanziaria. Il punto centrale di tale metodo di valutazione, infatti, è la natura del flusso di cassa: un flusso di cassa può prelevare senza compromettere l'equilibrio operativo dell'azienda.

Si possono scegliere diverse configurazioni di flussi di cassa, e di conseguenza esistono diverse versioni del metodo finanziario D.c.f.: le principali sono:

- metodo finanziario basato sui flussi monetari incrementali (*levered cash flow*)
- metodo finanziario basato sui flussi monetari disponibili (*unlevered cash flow*)

Con il *levered cash flow*, il valore economico dell'azienda è dato dalla somma del valore attuale dei flussi monetari incrementali che un generatore di reddito può atteso nel suo possesso. I flussi monetari disponibili sono costituiti dalla differenza tra i flussi di reddito e i flussi di cassa messi a disposizione degli azionisti come dividendi o riacquisti di azioni. Per non intaccare l'equilibrio operativo e finanziario dell'impresa. Per determinare il flusso di cassa disponibile si procede alla ricostruzione dei flussi, tipo il seguente:

Utile netto
 ± costi di gestione non monetari
 ± variazioni del capitale circolante
 ± variazioni del capitale fisso
 ± interessi su mutui, prestiti, ecc.
 = flussi di cassa disponibili (detto anche "free cash flow" per

Con l'*unlevered cash flow* (o *free cash flow*), vengono invece attualizzati i seguenti flussi:

Utile netto
 + oneri finanziari
 ± costi di gestione non monetari
 ± variazioni del capitale circolante
 ± variazioni del capitale fisso
 = flussi di capitale disponibile (detto anche "free cash flow" per l'azienda, o saldo della gestione operativa)

In tal modo il valore economico dell'azienda è quello del Capitale operativo, e per ottenere il valore economico dell'azienda si deve sottrarre l'indebitamento finanziario esistente alla data della valutazione.

Nel caso in esame, è stata adottata la configurazione di cash flow



Per attualizzare i *levered cash flow*, come tasso è stato utilizzato il **Ke** (*levered*), ovvero il costo figurativo del capitale proprio calcolato con il modello denominato *Capital Asset Pricing Model* (C.a.p.m.), in base alla quale **Ke** rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda. In particolare, i flussi di ciascun anno vengono attualizzati utilizzando i **Ke** medi del periodo. La determinazione del tasso di attualizzazione "i" è già stata effettuata nello specifico **Paragrafo 3.5**, e ha condotto alle seguenti stime..

Per l'attualizzazione degli *unlevered cash flow*, come tasso è stato utilizzato il WACC (*weighted average costo of capital*), ovvero il costo ponderato del capitale proprio e del capitale di rischio. Il tasso da adottare, infatti, deve almeno essere pari al costo dei capitali di rischio della società, e in particolare sia dei capitali di terzi finanziatori che quelli forniti dall'azienda stessa. La determinazione del tasso di attualizzazione "i" è già stata effettuata nello specifico **Paragrafo 3.5**, e ha condotto alle seguenti stime..

La scelta dell'orizzonte temporale "n" dipende da varie circostanze, in particolare dal fatto di riferimento alla durata dei piani pluriennali con cui l'azienda ha elaborato i flussi di cassa che riguardano tutto il periodo di sviluppo e ampliamento dell'attività, o al "regime", corrispondente ad anni.....

Il valore residuo aziendale "Vr" viene in genere calcolato con l'attualizzazione (perpetua o limitata ad un certo numero di anni) dei flussi di cassa (redditi) (N.o.p.a.t.) che si ritiene l'azienda sia ancora in grado di produrre nel periodo "n". Nella stima di tali flussi o redditi, in genere si fa riferimento al tasso di crescita (si assume alla media di tutti gli anni considerati). Nel caso in esame, il valore residuo viene calcolato infine attualizzato al WACC (o CAPM) medio di tutti gli anni considerati.

Il valore aziendale così determinato, poi, oggi, viene integrato con le seguenti integrazioni:

- è stato aggiunto il valore dei beni operativi non valutati nel complesso aziendale da valutare
- è stato detratto l'importo dell'indebitamento esistente alla data della valutazione (se sono stati fatti prestiti *levered*, cioè destinati non solo a remunerare il capitale proprio ma anche quello di terzi)
- si è tenuto conto dei debiti e dei prestiti di terzi

In conclusione, il valore del complesso aziendale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATO (M.F.C.A.)		VALORE D.C.F.
Flussi di cassa attualizzati:		€
2024: €		
2025: €		
2026: €		
2027: €		
2028: €		
Tasso di attualizzazione:		
B) VALORE AZIENDALE ATTUALIZZATO		€
Reddito a regime:		
Nr anni per calcolo del reddito:		
Tasso attualizzazione:		



C) ULTERIORI INTEGRAZIONI	€
+ Beni non Operativi: €	
- Indebitamento finanziario netto: €	
+/- Altro: €	
A+B+C= VALORE AZIENDALE	€

ALTERNATIVA

4.1 L'analisi condotta. Metodo E.V.A.®

Il valore generale del capitale economico dell'azienda (Economic Value Added) è determinato attraverso l'utilizzo del metodo *Economic value added* (EVA) di McKinsey & Co), un indicatore di performance che si propone di stimare l'eccezionale contributo dell'azienda nel corso degli esercizi. Viene determinato confrontando la redditività operativa (rendimento del capitale investito) con il costo medio del capitale investito (costo del finanziamento e funzionamento dell'azienda).

La redditività operativa è intesa come redditività operativa, netta delle relative imposte operative (*N.o.p.a.t.= Net Operating Profit After Tax*). Il capitale investito, a cui viene calcolato il relativo costo, invece, viene quantificato come il valore medio annuo del capitale investito. Se la differenza tra redditività e costo è positiva, l'azienda ha creato ricchezza economica e valore per gli azionisti, altrimenti ha distrutto ricchezza.

Con questo approccio, l'azienda è considerata di successo se il grado di generare redditività superiore al costo delle risorse investite (E.V.A. è quindi positivo) è tale che l'impresa produce dopo aver remunerato a condizioni di mercato il capitale investito, il costo del capitale, è quello azionario.

60

4.2 La metodologia di calcolo

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione E.v.a.", è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^m \frac{EVA_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{Vr}{(1 + wacc)^{m+1}} + CI$$

- V** = Valore Economico dell'azienda
- EVA** = Economic Value Added, di EVA prospettici
- Σ = simbolo matematico di sommatoria
- t** = è il numero di anni possibile durata dei flussi di EVA
- wacc** = è il costo medio del capitale investito
- Vr** = è il valore residuo dell'azienda al termine del tempo **t**
- CI** = è il Capitale Investito iniziale, in questo caso costituito dai debiti onerosi e dal capitale netto



Il valore economico dell'impresa è quindi pari al valore attuale dei sovraredditi EVA realizzati nel periodo "T", cui va sommato il valore residuo che l'impresa avrà al termine di tale orizzonte temporale.

Esistono due distinti, ma assolutamente equivalenti, approcci per giungere al calcolo dell'E.V.A.:

- Approccio operativo:

$$E.V.A. = NOPAT - (WACC * CI)$$

Nopat = è il reddito operativo (EBIT), al netto delle imposte on

- Approccio finanziario:

$$E.V.A. = (ROIC - WACC) * CI$$

ROIC = è pari al NOPAT/CI, cioè il rendimento del Capitale Investito o di esercizio

Affinchè l'Eva esprima correttamente le performance operative, è ritenuto opportuno rettificare i seguenti valori con

+ riserva LIFO

+ riserve per crediti dubbi

+ ammortamento dell'avviamento

+ costi non capitalizzati relativi a struttura, organizzazione, sviluppo, oneri di ristrutturazione, pubblicità, ecc.

- stato avanzamento lavori interni

+ Valore attuale dei beni in leasing

Nel Capitale Investito Netto è stato aggiunto il fondo di riserva in conseguenza al N.o.p.a.t. è stata aggiunta la quota annuale di ammortamento

Per la scelta dell'orizzonte temporale è stato fissato la durata dei piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi prospettici e cui è stato dato tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, in base alle prime stime ad anni....

Il calcolo del WACC (Weighted Average Cost of Capital), ovvero del costo ponderato del capitale investito medio, è stato effettuato secondo il **Paragrafo 3.5**, e ha condotto alle seguenti stime.

I N.o.p.a.t. e i costi di capitale invece, sono stati già determinati nello specifico **Paragrafo 3.4**.

Il valore residuo aziendale "Vr" viene determinato attualizzando la rendita (perpetua o limitata ad un certo numero di anni) monetari o dei redditi (reddito netto o N.o.p.a.t.) che si ritiene possa essere in grado di produrre dopo il periodo "T". In assenza della stima di tali flussi di cassa si fa riferimento al valore che essi assumono all'anno "T", o alla media di tutti gli anni considerati. Nel caso in esame ... il valore residuo aziendale "Vr", è stato infine attualizzato al WACC medio di tutti gli anni considerati.

Il valore di "Vr" è stato poi oggetto delle seguenti integrazioni:

- è stato aggiunto il valore dei beni non operativi inclusi nel complesso aziendale da valutare
- è stato detratto il montante dell'indebitamento finanziario esistente alla data della valutazione;
- si è tenuto conto di eventuali interessi di terzi.

In conclusione, dall'applicazione del metodo E.V.A., si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO E.V.A.	
A) E.V.A. ATTUALIZZATI	
EVA 2024: €	
EVA 2025: €	
EVA 2026: €	
EVA 2027: €	
EVA 2028: €	
Tasso attualizzazione:	
B) VALORE FINALE ATTUALIZZATO	
Nopat a regime €	
Nr anni per calcolo rendita:	
Tasso attualizzazione:	
C) ULTERIORI INTEGRAZIONI	
+ Beni non Operativi: €	
- Indebitamento finanziario	
+/- Altro: €	
A+B+C= VALORE AZIENDALE	

ALTERNATIVA

4.1 L'analisi del valore attraverso i multipli

Il valore generale dell'azienda Alfa è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo dei multipli. Tale metodo, pur non potendo considerarsi una vera e propria valutazione del capitale economico, è tuttavia molto utilizzata nella prassi per la definizione del valore economico dell'impresa.

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

Nel caso di valutazione di società non quotata, possono essere applicati i parametri estrapolati da società quotate (o comunque largamente negoziate) operanti nel medesimo settore e aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti simili a quelli attesi, e parità di rischi.



Si può fare riferimento sia alle quotazioni del mercato borsistico ufficiale, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di M.&A.. In tale secondo caso, affinché il prezzo preso a riferimento sia idoneo, occorrerà depurarlo da eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza.

In sintesi, vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, cash flow, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

In genere, per il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento al prezzo della singola impresa comparabile, ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, il calcolo dei multipli dei vari membri del campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa, in base alla sua rilevanza o minore significatività all'interno del campione stesso.

Le caratteristiche fondamentali per definire una impresa comparabile, in termini di settore, dimensione, comparabili, possono essere riassunte in:

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

Il multiplo in genere viene calcolato sulla base dei dati relativi a un solo esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti, è preferibile utilizzare un peso ponderato diverso.

4.2 La metodologia: il Metodo dei Multipli

Nella valutazione si è soliti riferire i multipli ai prezzi si riferiscono al valore del "capitale di rischio" dell'impresa.

- Prezzo/Utile netto, detto anche **P/E**, in presenza di piani di crescita dell'azienda, il multiplo P/E lo si può esprimere con la formula $P/E = 1/K_e$ (dove K_e è il costo del capitale di rischio). Per cui le differenze di valore possono dipendere da un diverso grado di rischio e di crescita. In caso di crescita aziendale, invece, all'utile netto occorre sottrarre una parte che dovrà essere impiegata per la realizzazione degli investimenti, mantenendo invariato il rapporto di indebitamento (altrimenti non è corretto impiegare la formula sintetica come quella in esame, per la valutazione aziendale).
- Prezzo/Valore Netto Ammortato, detto anche **P/CE**
- Prezzo/Patrimonio Netto, detto anche **P/BV**

Nella valutazione si è soliti riferire i multipli riferiti al valore complessivo aziendale (*Enterprise Value*: capitale di rischio e debito finanziario):

- Multiplo del Ricavo Operativo, detto anche **EV/EBIT**, in assenza di piani di crescita dell'azienda, il multiplo EV/EBIT lo si può esprimere con la formula:



$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{1 - t_c}{w.a.c.c.}$$

dove

t = è il prelievo fiscale

w.a.c.c. = è il costo medio ponderato del capitale.

Quindi tale multiplo dipende dall'indice di redditività delle vendite, uno dei più immediati indicatori di performance dell'impresa. In caso di crescita, al WACC bisogna aggiungere "g" (il tasso di crescita), e tenere presente sia dell'effetto degli investimenti in attività che dell'aumento del capitale circolante. Il calcolo del WACC (weighted average cost of capital), e del costo medio ponderato del capitale investito medio, è già stata effettuata nel precedente **Programma** e ha condotto alle seguenti stime.

- Multiplo del Margine operativo lordo, detto anche **EV/EBIT**
- Multiplo del Fatturato, detto anche **EV/Sales**. In caso di crescita, e tenendo conto che, al multiplo EV/Sales lo si può esprimere con la seguente formula:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{EV}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{Sales}$$

Quindi tale multiplo dipende dall'indice di redditività delle vendite, uno dei più immediati indicatori di performance dell'impresa. In caso di crescita, al WACC bisogna aggiungere "g" (il tasso di crescita), e tenere presente sia dell'effetto degli investimenti in attività che dell'aumento del capitale circolante.

Dall'applicazione del metodo dei multipli si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

VALUTAZIONE PER METODO DEI MULTIPLI	
Moltiplicatore applicato:	
Multiplo applicato:	
SCONTI PER RISCHI E INCERTEZZE / MINORA	
VALORE AZIENDALE	€

4.3 Metodo dei multipli come confronto e verifica

Oltre al processo **valutativo assoluto**, basato cioè su modelli e formule, sviluppato nel capitolo precedente, è stata sviluppata anche una **valutazione relativa**, basata sui moltiplicatori. Le due diverse metodologie di valutazione possono fisiologicamente condurre a risultati differenti, ma ciò è



da ritenersi accettabile solo entro determinati *range*. Divergenze molto ampie possono quindi mettere in discussione tutto l'intero processo valutativo svolto.

In questa ottica, l'analisi valutativa svolta attraverso i Multipli, rappresenta parte essenziale di confronto di ogni processo valutativo.

Tale metodologia è stata storicamente introdotta dalla consuetudine valutativa delle *merchant banks*, che per prassi utilizzano i multipli come elemento principale di valutazione aziendale. Altri fattori hanno poi contribuito negli ultimi anni allo svilupparsi di nuovi modi di valutazione relative. Tra questi possiamo segnalare: la difficoltà di definire in modo oggettivo i valori di *intangibles* aziendali, il progressivo aumento dei prezzi di borsa registrato negli ultimi anni, il fatto ha generato grandi discrasie tra le quotazioni e i valori contabili, l'effetto del gruppo dell'efficienza dei mercati borsistici e la possibilità correlata di accedere a dati informativi che in passato.

Questi elementi hanno contribuito ad elevare il ruolo del metodo *market based* metodo fondamentale, da cui raramente è possibile prescindere in una valutazione aziendale.

Per la determinazione del valore aziendale, il mercato dei multipli è stata seguita una metodologia riassumibile in quattro punti:

- **Scelta del campione di società.** Sono state selezionate aziende operanti nello stesso settore, di dimensioni simili, con un grado di rischio di conseguenza simili rischi finanziari, nella stesso mercato. Nella tabella seguente vengono riassunti i dati delle società selezionate:

Nome Azienda	Settore attività	Stato anagrafico	Settore di appartenenza	Anni di attività

- **Scelta dei moltiplicatori.** I moltiplicatori si suddividono tra quelli *equity side*, e quelli *asset side*. I primi sono moltiplicati di capitale: utilizzano a numeratore il prezzo del titolo azionario e al denominatore differenti configurazioni di reddito netto; i secondi sono moltiplicati relativi all'azienda: al numeratore viene considerato il valore di mercato aziendale, l'*enterprise value* (EV) e al denominatore differenti configurazioni di reddito netto. La diffusa divaricazione tra valutazioni di borsa e patrimonio aziendale, ha portato al maggior utilizzo dei moltiplicati *asset side*, che subiscono un minor carico di intelligenza con i dati aziendali. Nelle tabelle successive sono riassunti i dati delle società.

Nome Azienda	P/E				
	2021	2022	2022	2022	2023



Media					
-------	--	--	--	--	--

P/CE

Nome Azienda	2022	2022	2022		2023
Media					

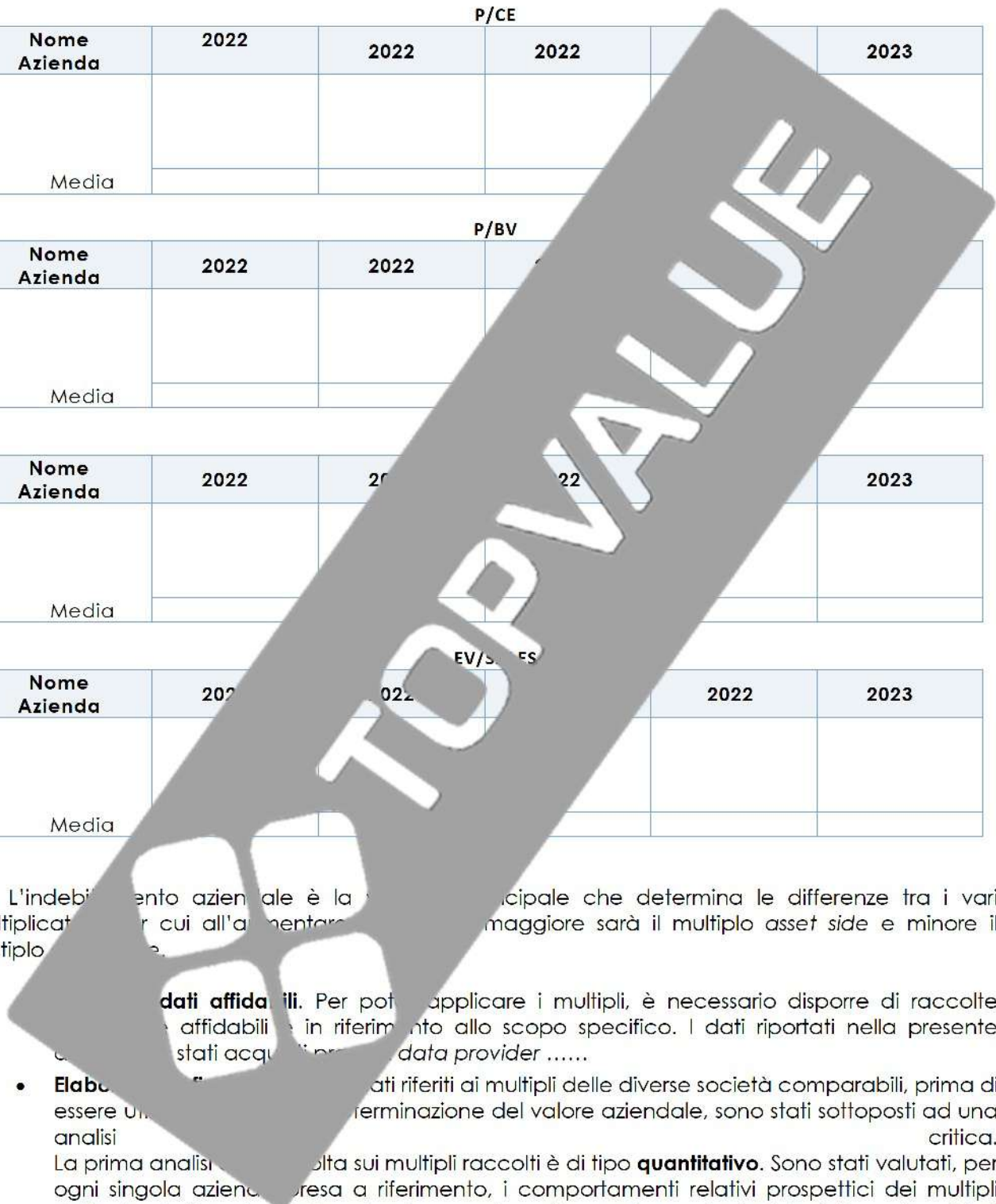
P/BV

Nome Azienda	2022	2022		
Media				

Nome Azienda	2022	2022	2022	2023
Media				

EV/Sales

Nome Azienda	2022	2022	2022	2023
Media				



L'indebitamento aziendale è la voce principale che determina le differenze tra i vari moltiplicatori, per cui all'aumentare dello stesso maggiore sarà il multiplo asset side e minore il multiplo equity side.

- Dati affidabili.** Per poter applicare i multipli, è necessario disporre di raccolte di dati affidabili e in riferimento allo scopo specifico. I dati riportati nella presente analisi sono stati acquisiti presso *data provider*
- **Elaborazione** I dati riferiti ai multipli delle diverse società comparabili, prima di essere utilizzati per la determinazione del valore aziendale, sono stati sottoposti ad una analisi **critica**. La prima analisi svolta sui multipli raccolti è di tipo **quantitativo**. Sono stati valutati, per ogni singola azienda presa a riferimento, i comportamenti relativi prospettici dei multipli dell'azienda *target* e delle aziende campione. Successivamente è stata fatta un'analisi di tipo **qualitativo**, ed è stato analizzato lo scarto quadratico medio delle medie dei multipli

delle aziende campione, per misurare la dispersione dei dati, cioè per riconoscere l'esistenza di dati che si scostano molto dal valore medio. In presenza di valori molto diversi tra loro è opportuno valutare se sia corretto adottare valori estremi o medi. Il confronto dei multipli con valori estremi. Si è in presenza di un *trade-off*: da un lato, l'uso di valori estremi può migliorare la comparabilità con l'azienda target, ma dall'altro lato, l'uso di valori estremi può inficiare la confrontabilità con l'azienda target, ma dall'altro lato, l'uso di valori estremi può ridurre la significatività dell'analisi. È quindi necessario trovare un corretto equilibrio tra le diverse utilità. Nel caso in esame, l'uso di valori estremi è stato preferito alla media del multiplo esprime una dispersione È stato preferito il metodo di effettuare/non effettuare le modifiche

È stata infine considerata la differente negoziabilità della fattoria con le aziende campione. Queste ultime sono quotate in borsa e quindi sono facilmente negoziabili, a differenza dell'azienda in esame. Per questo motivo, il metodo di valutazione per la non negoziabilità del

La valutazione relativa svolta attraverso il confronto con i multipli può presentare alcune distorsioni. Il mercato finanziario esprime una valutazione relativa di società comparabili, in base a multipli differenziali. Le differenze di settore, possono risentire di distorsioni generate da vari fattori. In primo luogo, i multipli comprendono multipli molto dispersi tra loro, riferiti ad aziende molto diverse. In secondo luogo, le imprese esclusivamente sulla base di questi multipli medi, piuttosto che di valutazioni che tengono conto delle imprese scadenti e sottovalutano le imprese *best practice*. Il paradigma centrale è il "paradigma di mercati finanziari", ovvero l'insieme di teorie, principi, e comportamenti, secondo i quali i mercati finanziari si muovono e che determinano le fluenze di capitali. In pratica, serve per mettere in luce la prospettiva secondo la quale gli investitori valutano le loro logiche operative, in continuo confronto con diverse unità comparabili. Le logiche operative si traducono in acquisti e vendite di partecipazioni azionarie. Le logiche operative che spiegano il livello dei multipli, è possibile identificare il significato significativo e il ruolo per la valutazione. Ad esempio, in determinati settori, il principio di valutazione è considerato il ROE e così via. Utilizzare il paradigma, significa considerare le diverse logiche operative target sulla base degli aspetti ai quali gli investitori rivolgono l'attenzione. Il risultato è che i multipli di cui si comprendono gli scarti relativi. Dal confronto con il mercato di riferimento emerge che

Alla luce di quanto sopra illustrato, l'uso del metodo dei multipli conduce ai seguenti risultati:

VALUTAZIONE DI CONTROLLO CON METODO MULTIPLI	
METODO DEI MULTIPLI	€
Indicatore adottato:	
Indicatore adottato:	
METODO DI VALUTAZIONE	€



5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 Il calcolo del valore generale

EVENTUALE Il valore generale del capitale economico come media ponderata tra il valore ottenuto con il metodo (ponderazione) e quello determinato con il metodo di controllo (ponderazione del X?).

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore generale attribuibile al capitale economico della Società Alfa Value srl è (ponderazione).
 Il valore generale può, pertanto, essere determinato in € (.....).

La valutazione si riferisce al ...; successivamente, si è verificato che non sono intervenuti fatti o eventi intercorsi che possano modificare le conclusioni cui si è pervenuto.

EVENTUALE Poiché oggetto della presente valutazione non è l'intero complesso aziendale, ma una quota di maggioranza/minoranza, si è ritenuto opportuno prevedere un adeguato premio/sconto, in base al valore del capitale economico.

Tale premio/sconto è stato quantificato in X% in base a:

- la quota di partecipazione (maggioranza/minoranza) nel controllo gestionale e strategico dell'azienda;
- la maggiore/minore opportunità futura, trattandosi/non trattandosi di un pacchetto di controllo;
- la mancanza/presenza di diritti di prelazione e perdita di persone chiave legate alla cessione dell'azienda.

La sintesi dei risultati è riassunta nel prospetto seguente:

VALUTAZIONE DEL COMPLESSO AZIENDALE Alfa Value srl		€
METODO 1: €		
METODO 2: €		
SCONTO MAGGIORANZA		
VALUTAZIONE GENERALE		€

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore generale



della quota di partecipazione del X% del capitale economico della **Alfa Value srl** al è stimato in € (.....).

AA *** AA

ATTESTAZIONE (conforme alla Standard Rule)

Il perito estimatore, sottoscrittore della presente perizia estimativa, attesta che:

- le dichiarazioni contenute nella relazione sono vere;
- le analisi, opinioni e conclusioni illustrate sono fondate sulle premesse, dalle assunzioni e dalle condizioni limitatrici indicate e sulle informazioni personali del redattore, imparziali e obiettive analisi, opinioni e conclusioni;
- non ha interessi attuali o futuri circa la proprietà oggetto della valutazione e non ha interessi personali relativamente alla stessa;
- non ha pregiudizi circa la proprietà oggetto della valutazione e non ha parti coinvolte con l'incarico;
- l'impegno del sottoscritto in questa attività è stato assunto a condizione di non essere condizionamenti relativi allo sviluppo del progetto o ai risultati predeterminati;
- il compenso per il completamento dell'incarico non è stato proposto a condizione di non essere condizionamenti relativi allo sviluppo del progetto o alla presenza di valori predeterminanti o indirizzamenti, né a favore di una o l'altra soluzione del cliente, l'ammontare dell'opinione, il pagamento di un risultato prestabilito, o la comparso di un risultato previsto della valutazione;
- la presente relazione è stata redatta con la massima serietà e professionalità di
.....



ALLEGATI

