

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE PARI AL 97% DELLA SOCIETÀ AURA S.R.L.

AURA S.R.L.



ZT5PQD

Il QR Code consente di verificare la corrispondenza tra questo documento e quello archiviato al momento dell'estrazione. Per la verifica utilizzare l'App RI QR Code o visitare il sito ufficiale del Registro Imprese.

DATI ANAGRAFICI

Indirizzo Sede legale	MILANO (MI) CORSO CONCORDIA 4 CAP 20129
Domicilio digitale/PEC	aura2023@pec.it
Numero REA	MI - 2612331
Codice fiscale e n.iscr. al Registro Imprese	11569840967
Partita IVA	11569840967
Forma giuridica	societa' a responsabilita' limitata
Data atto di costituzione	21/01/2021
Data iscrizione	01/02/2021
Data ultimo protocollo	01/12/2023
Amministratore Unico	DI BRAZZA' CARLO <i>Rappresentante dell'Impresa</i>

DOTT. STEFANO SAMMARCO

DOTTORE COMMERCIALISTA

REVISORE LEGALE

Sommario

I. Premessa	4
II. Data di riferimento	4
III. Oggetto dell'incarico.....	4
IV. Limitazioni e finalità.....	5
V. Documentazione esaminata	5
VI. Aura S.r.l.....	6
VII. Adottabilità dei P.I.V.	8
VIII. I metodi di valutazione	9
1. Il processo di stima del valore di un'azienda: profili metodologici.....	9
2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale	9
3. Il metodo patrimoniale.....	11
4. Il metodo reddituale.....	12
5. Il metodo misto patrimoniale-reddituale	15
6. Il metodo finanziario.....	16
7. Il metodo dei multipli	19
8. IL VALORE DELL'AZIENDA.....	20
8.1 Il patrimonio netto espresso a valori correnti	21
8.2 Il valore normale dei redditi attesi e la durata dell'avviamento	21
8.3 Il tasso di remunerazione del capitale investito	22
8.4 Il capitale da remunerare.....	22
8.5 Il tasso di attualizzazione	22
8.6 Il patrimonio netto rettificato (K).....	23
8.7 Il valore normale del reddito atteso (R).....	23
8.8 Il tasso di attualizzazione (i')	27

8.9 Il tasso di rendimento del capitale investito (i'').....	28
8.10 Il metodo misto patrimoniale reddituale	28
9. CONCLUSIONI	29

* * * * *

I. Premessa

Il sottoscritto d [REDACTED]

[REDACTED] Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, sezione A, al n. 9098 e nel registro dei Revisori legali tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al n. 172956 con Decreto Ministeriale del 03/07/2014 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 55 del 15/07/2014 ha ricevuto dall'avv. Stefano Terraneo, nella sua qualità di Liquidatore della procedura concorsuale di Liquidazione controllata di [REDACTED] quale socio di Aura S.r.l. con sede in Milano, corso Concordia n. 4, codice fiscale e partita IVA n. 11569840967, l'incarico di procedere alla stima del valore attribuibile al 97% della quota di partecipazione al capitale di Aura S.r.l. (in seguito anche Aura o Società) – **doc. 1**.

La presente relazione di stima è stata richiesta in quanto il Liquidatore valuterà la possibilità di provvedere alla vendita della quota di [REDACTED] tramite vendita competitiva.

La presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento dell'incarico ricevuto (cfr. doc. 1) da parte del sottoscritto, in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione dell'azienda indicata.

Il sottoscritto dichiara, in qualità di professionista incaricato, di essere indipendente nei confronti della società Aura S.r.l., nei confronti del socio o di altri soggetti, e di non avere alcun interesse nella valutazione che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

II. Data di riferimento

La data di riferimento della presente relazione di stima è quella del 30 settembre 2024 in quanto l'ultima situazione contabile fa riferimento a tale data. L'acquisizione di dati aggiornati al 31 dicembre 2024, apporterebbe elementi utili alla presente relazione.

III. Oggetto dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la valutazione di una partecipazione del 97% al capitale sociale della società Aura S.r.l., così come descritta in premessa.

La presente relazione di stima è stata richiesta in quanto il Liquidatore valuterà la possibilità di provvedere alla vendita della quota del sig. Di Brazzà (pari al 97% del capitale sociale della società Aura S.r.l.) tramite vendita competitiva.

Ai fini della presente Perizia, si è quindi proceduto a stimare il valore economico del capitale della Società Aura S.r.l. e, conseguentemente a determinare il valore della partecipazione del 97%.

IV. Limitazioni e finalità

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- la presente valutazione è stata effettuata unicamente per le finalità indicate nell'oggetto e non può essere utilizzata per nessun altro fine.
- La valutazione è stata predisposta sulla base delle informazioni e previsioni fornite dalla Società, nell'assunto che esse siano complete, veritiere e accurate in ogni aspetto; si è fatto pertanto pieno affidamento sulla veridicità e correttezza della documentazione fornita.
- L'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile né è demandata al valutatore un'attestazione della validità dei dati aziendali; non si è proceduto perciò a verifiche degli elementi patrimoniali ed economici forniti, né di quelli previsionali, esulando ciò dall'incarico per come conferito. Né è stata accertata l'eventuale esistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale connesse a problematiche non riportate nei bilanci e documenti messi a disposizione per la valutazione.
- La valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale.
- La presente valutazione non è stata elaborata come raccomandazione di investimento.

V. Documentazione esaminata

Il sottoscritto ha acquisito la documentazione e gli elaborati contabili ed extracontabili necessari per l'espletamento dell'incarico.

In particolare, le principali fonti utilizzate possono essere riepilogate come segue:

- Bilancio d'esercizio al 31.12.2021 (**doc. 2**)
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2022 (**doc. 3**)
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2023 (**doc. 4**)
- Bilancio di verifica al 31.12.2021 (**doc. 5**)
- Bilancio di verifica al 31.12.2022 (**doc. 6**)

- Bilancio di verifica al 31.12.2023 (**doc. 7**)
- Bilancio di verifica al 30.09.2024 (**doc. 8**)
- Schede contabili relative all'anno 2021 (**doc. 9**)
- Schede contabili relative all'anno 2022 (**doc. 10**)
- Schede contabili relative all'anno 2023 (**doc. 11**)
- Schede contabili relative alla frazione d'anno 2024 (**doc. 12**)
- Registro cespiti aggiornato al 30.09.2024 (**doc. 13**)
- Cedolini 2024 (**doc. 14**)

VI. Aura S.r.l.

La società è stata costituita in data 21 gennaio 2021 con il seguente oggetto sociale (**doc. 15**):

il commercio e la rappresentanza di prodotti non alimentari inclusi gli imballaggi, articoli antinfortunistici, antiincendio e pubblicitari;

il commercio anche per conto terzi e quindi la rappresentanza di prodotti sanificanti e detergenti;

la vendita anche per conto dei terzi e quindi la rappresentanza di articoli monouso per la ristorazione;

l'attività di grafico pubblicitario, con creazione di loghi e di fotografo;

la realizzazione di campagne pubblicitarie, cataloghi e tutto quello che riguarda i materiali inerenti all'immagine e comunicazione aziendali;

l'attività di consulenza aziendale volta al marketing/web marketing, alla pubblicità, alla progettazione, realizzazione, gestione di siti internet, spazi pubblicitari, "crm" e banche dati, alla gestione manageriale e amministrativa, alla creazione di reti vendita anche attraverso istituzione di agenzia (anche franchising) o filiali in Italia o all'estero, alla formazione del personale, allo sviluppo di risorse umane, alle pratiche volte ad ottenere certificazioni ed accreditamenti di varia natura;

la vendita, anche per conto terzi e quindi la rappresentanza, all'ingrosso e al dettaglio, l'assistenza e manutenzione, di apparecchiature per uso aziendale e familiare;

il commercio al minuto, all'ingrosso e tramite mezzi speciali di vendita dei prodotti rientranti nelle attività di cui sopra, di cui al d.lgs: 114/98 e relativi regolamenti di esecuzione o modificazione;

la fornitura, distribuzione e rappresentanza dei prodotti commercializzati dalla società, la relativa formazione e l'attività di import-export degli stessi;

la creazione di reti commerciali di venditori per i servizi e prodotti di cui sopra, previo ottenimento delle necessarie autorizzazioni e conformemente alla normativa vigente in materia;

la creazione, realizzazione e organizzazione di meeting, mostre, convegni, manifestazioni, serate ed eventi in genere, anche finalizzati alla promozione, divulgazione e sviluppo dei prodotti e servizi di cui sopra, nonché l'istituzione e gestione di scuole di formazione, intendendo lo svolgimento di attività scolastiche in senso lato;

l'attività di noleggio di attrezzature professionali di vario genere, nonché di autoveicoli, motoveicoli, autocarri, imbarcazioni, elicotteri, aeromobili e mezzi di trasporto in genere;

l'attività di noleggio di strumentazione tecnica;

la prestazione dei servizi alle imprese ai fini della predisposizione della modulistica tecnica e della relativa consegna presso gli organi competenti;

l'effettuazione di ricerche di fonti di finanziamento;

la presentazione di assistenza alla commercializzazione del prodotto;

lo svolgimento di accertamenti di qualità del prodotto.

Per il conseguimento del proprio oggetto sociale e non in via prevalente, la società potrà:

in relazione all'attività esercitata, curare, gestire, concedere ed assumere rappresentanze commerciali ed industriali, e potrà svolgere tutte le attività commerciali, industriali, finanziarie, bancarie, mobiliari ed immobiliari che saranno ritenute necessarie o utili, compreso contrarre mutui con enti o istituti bancari, il rilascio di fidejussioni, ipoteche ed altre garanzie sia reali, che personali, assumere impegni anche a lunga scadenza;

assumere con attività esercitata non nei confronti del pubblico e non in via prevalente, quote e partecipazioni in altre società o imprese costituite o costituende, aventi oggetto analogo o affine o connesso al proprio, con espressa esclusione del fine di collocamento e nei limiti previsti dall'art. 2361 del codice civile;

concedere e/o prendere in affitto aziende commerciale, artigianali, industriali relative all'attività esercitata;

acquistare e/o cedere diritti reali ed aziende, o rami di aziende, commerciali, artigianali, industriali relative all'attività esercitata;

sempre per il raggiungimento dello scopo sociale ed in via non strumentale potrà prestare garanzie reali e personali a favore di terzi;

partecipare, anche in associazione temporanee d'impresa, a progetti, bandi di gara e iniziative anche di carattere internazionale sempre in relazione all'attività esercitata;

costituire, gestire ed utilizzare propri marchi e brevetti per distinguere propri prodotti;

creare, gestire ed utilizzare il diritto d'autore in tutte le sue forme.

il tutto con espressa esclusione delle attività riservate alle categorie professionali protette.

Tutte le attività devono essere svolte nei limiti e nel rispetto delle norme che ne disciplinano l'esercizio, rimanendo altrimenti precluse.

Alla data di redazione della presente Perizia il capitale sociale risulta deliberato e sottoscritto per euro 10.000,00 e versato per euro 2.500,00.

La compagine societaria risulta composta come segue:

- **C.I.D. S.p.A. (M.B.)** n. 76, titolare di una quota del 97% del capitale sociale;

- **[REDACTED]** titolare di una quota del 3% del capitale sociale.

La Società risulta amministrata **[REDACTED]** mentre non è nominato l'organo di controllo, non ricorrendone l'obbligo.

La società si occupa di commercio all'ingrosso di prodotti antinfortunistici, articoli antincendio, articoli pubblicitari, prodotti per la sanificazione e detersivi.

VII. Adottabilità dei P.I.V.

È doveroso evidenziare, prima della scelta del metodo applicabile all'azienda in parola, che lo scrivente si atterrà ai presupposti concettuali che ispirano i P.I.V..

VIII. I metodi di valutazione

1. Il processo di stima del valore di un'azienda: profili metodologici

La valutazione di un'azienda consiste nella attribuzione di un valore al capitale economico dell'azienda stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che rappresenta il valore dell'azienda e che prescinde da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato, nel corso del tempo, molteplici metodologie, da utilizzare con riferimento alle caratteristiche specifiche dell'ente sottoposto a stima ed in relazione alla finalità della stima stessa.

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione di:

- Scopo della valutazione;
- Realtà specifica del bene che ne è oggetto;
- Disponibilità e reperibilità dei dati necessari all'analisi.

Nella presente relazione di stima, lo scrivente, ha ritenuto di utilizzare due metodi di valutazione, al fine di addivenire ad una valutazione più corretta possibile.

Al fine di una migliore comprensione, si espongono, quali considerazioni generali per la scelta del metodo di valutazione che verrà successivamente espresso, i principali e più usati metodi elaborati dalla dottrina estimativa per le valutazioni delle aziende, esaminando le caratteristiche di ognuno.

2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale

Ai fini valutativi possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Ciascuna metodica include molti diversi criteri di valutazione, accumulati da una stessa logica valutativa sottostante.

Le principali sono:

- I. La **metodica di mercato (*market approach*)**, è un approccio basato sulla comparazione del complesso aziendale da valutare con attività simili per le quali siano disponibili adeguate indicazioni.

Essa fornisce indicazioni di valore significative in presenza delle seguenti condizioni:

- Le attività assunte quali benchmark dell'attività oggetto di valutazione presentano un grado accettabile di comparabilità;

- I prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
- Il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprime indicazioni coerenti con la configurazione di valore adottata ai fini dell'analisi valutativa.

La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato.

Nell'ambito di tale metodica rientrano i criteri comparativi di mercato.

- II. La **metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*)**, in base alla quale il valore è funzione delle capacità del complesso aziendale di generare flussi di risultato nel futuro.

È l'approccio tipico dei criteri finanziari e reddituali. Esistono molte varianti nell'applicazione di entrambi i criteri, finanziari e reddituali, nelle prospettive *asset side* o *equity side*, in quanto svariate possono essere le formule valutative adottabili e quindi i metodi riconducibili alla metodica. Le differenti versioni delle formule dipendono prima di tutto dai dati disponibili.

La metodica dei risultati attesi è aderente alla prospettiva tipica della "Teoria della Finanza" in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibili alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

- III. La **metodica del costo (*cost approach*)**, per la quale il valore è funzione dei costi da sostenere per riprodurre un'attività simile a quella da valutare. Essa fornisce indicazioni sull'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o di ricostruzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o di rimpiazzo (*replacement cost*).

Il costo di riproduzione e quello di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado (*obsolescenza*) che interessano l'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione.

Possiamo annoverare in questa metodica i criteri patrimoniali.

Dalla combinazione tra la metodica del costo e dei risultati attesi derivano il criterio misto o patrimoniale reddituale.

I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di aziende, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- I metodi patrimoniali
- I metodi reddituali
- I metodi che individuano la creazione di valore
- I metodi finanziari
- I metodi comparativi di mercato

Al di là della loro articolazione, tutti sono riconducibili alle tre metodiche generali: del mercato, dei risultati attesi o del costo.

Si propone di seguito un'analisi dei principali metodi di valutazione delle aziende: vale a dire il criterio patrimoniale, quello finanziario, quello reddituale, quello misto patrimoniale-reddituale e quello dei multipli di mercato (metodo empirico).

3. Il metodo patrimoniale

Si distingue tra *metodo patrimoniale semplice* e *metodo patrimoniale complesso*.

Il metodo patrimoniale semplice si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale e si propone di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

La logica di questo metodo è quella di addivenire alla stima del patrimonio netto rettificato, ovvero il patrimonio netto riespresso a valori correnti, determinato sommando algebricamente al patrimonio netto contabile le rettifiche (positive o negative) generate dalle valutazioni delle varie poste a valori di mercato, in sostituzione di quelle al costo presenti in bilancio.

Il valore di un'azienda viene quindi stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabile tra i valori storici degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori correnti, di mercato.

Il metodo patrimoniale semplice è espresso dalla seguente formula:

$$W = K$$

dove

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato

Il metodo patrimoniale complesso comprende la valorizzazione di beni immateriali anche se sono iscritti in bilancio. Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte in bilancio.

Nel metodo patrimoniale complesso la formula di riferimento è:

$$W = K + VBI = K'$$

dove

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato calcolato con il metodo patrimoniale semplice

VBI = valore dei beni immateriali

K' = capitale netto integrato

In generale, il metodo patrimoniale è consigliabile qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale siano caratterizzati da un proprio rilevante ed autonomo valore degli assets presenti nel patrimonio.

Non sempre è applicabile, dal momento che il valore di un'azienda in molte circostanze può essere influenzato più dalla sua redditività futura che dal livello del suo patrimonio.

4. Il metodo reddituale

I metodi reddituali tendono a determinare il valore dell'azienda in funzione del flusso dei redditi futuri attesi durante l'arco temporale definito nell'analisi. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato come funzione del reddito atteso (R).

Si distinguono due differenti approcci.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito sia indefinito, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i) ed è determinato in base alla seguente formula:

$$W = R/i$$

dove

W = valore dell'azienda

R = reddito medio atteso prospettico

i = tasso di attualizzazione

Nel caso in cui si consideri invece un arco temporale definito, anche in considerazione delle difficoltà di effettuare stime attendibili dei risultati reddituali futuri oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale per attualizzazione in un numero limitato (n) di anni è dato da:

$$W = R a n_1 i$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio atteso prospettico, ovvero il reddito che si presume di conseguire nei futuri esercizi

n = orizzonte temporale considerato, ovvero numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda (normalmente si fa riferimento ad un arco temporale da 3 a 5 anni)

i = tasso di attualizzazione

a = fattore di attualizzazione

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- quantificare il reddito medio prospettico (o reddito medio normale atteso);
- individuare un orizzonte temporale congruo;
- scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia i rischi affrontati dall'azienda.

Il reddito rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è un reddito prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; è medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre ed è normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione. Il reddito medio normale è calcolato quindi con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione.

L'approccio generalmente seguito per la stima del tasso di capitalizzazione è quello del cosiddetto costo opportunità che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio. Il tasso di attualizzazione (i) incorpora il rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio e l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve, peraltro in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e pertanto assunto nella sua configurazione di tasso reale. La maggiorazione del tasso di

puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito sotto il profilo metodologico, si distinguono tra loro essenzialmente in ragione dell'utilizzo di un approccio **levered (Equity side)** oppure **unlevered (Asset side)** e della formula di capitalizzazione presa a riferimento.

Nell'ottica **asset side unlevered** si calcola il valore attuale dei risultati economici al lordo degli oneri finanziari, ottenendo così il cosiddetto *Enterprise Value*. Nell'impostazione asset side, denominata anche *debt free approach*, la struttura finanziaria viene quindi ritenuta una condizione che non incide sulle entità del valore dell'azienda e pertanto deve essere «neutralizzata».

Tale valore è perciò individuato sulla base dei flussi di reddito normali attesi, prodotti dalla gestione operativa al lordo del risultato della gestione finanziaria (*NOPAT - Next Operating Profit After Taxes*). Il tasso di attualizzazione dei flussi è il WACC (weighted average cost of capital - costo medio ponderato del capitale). Per giungere dal valore *asset side* così ottenuto (*Enterprise Value*) al valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value*), l'*Enterprise Value* deve essere depurato della posizione finanziaria netta ($W = r/i - pfn$, dove pfn indica la posizione finanziaria netta e i è il WACC).

Nell'approccio **equity side (levered)** si considera invece la posizione finanziaria come una delle condizioni che influenzano il valore di un'azienda. Si calcolano i flussi reddituali netti che l'impresa è in grado di generare e si attualizzano utilizzando come tasso di attualizzazione il K_e (cost of equity: risk free rate + premium risk).

Il metodo reddituale può quindi essere declinato sia nella determinazione del valore del capitale economico (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'impresa (prospettiva *asset side*). Nel primo caso si determina il valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value*), attualizzando i redditi di esclusiva pertinenza degli azionisti. Nel secondo caso si determina l'*Enterprise Value*, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei redditi netti prospettici.

Nel caso in cui il metodo reddituale sia applicato nella prospettiva *equity side*, i flussi reddituali sono rappresentati dagli utili netti conseguiti dall'azienda. L'utile netto, in quanto disponibile per i soli azionisti, sarà attualizzato ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui, invece, il metodo reddituale sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi reddituali da attualizzare sono

rappresentati dai redditi operativi defiscalizzati. In tale specifica fattispecie, il flusso reddituale così determinato è di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto, tale reddito deve essere attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

In questi ultimi anni si è notata una generale tendenza nei processi di valutazione delle aziende ad affidare un peso maggiore alla componente reddituale, in ossequio al principio che il valore di un'azienda trova il proprio fondamento essenzialmente nella capacità dell'azienda stessa di produrre ricchezza. Il metodo reddituale, dunque, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni, parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei paesi anglosassoni.

L'adozione del modello reddituale è particolarmente adeguata nelle situazioni aziendali stabilizzate.

5. Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempera entrambi gli aspetti indicati. Questa soluzione, dunque, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta, sia della sua struttura patrimoniale sia della capacità di generare flussi reddituali, così da considerare l'elemento di obiettività e verificabilità proprio del metodo patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali che sono una componente essenziale del valore del capitale economico.

Nella prassi il metodo misto più diffuso è quello dell'attualizzazione limitata del sovrareddito noto come metodo U.E.C. che identifica attraverso una stima autonoma il *goodwill* (o il *badwill*) aziendale. Il fondamento di questa metodologia è basato sulla capacità da parte dell'azienda di produrre un sovrareddito rispetto al rendimento medio del comparto di riferimento. Tanto più l'impresa remunera meglio dei propri concorrenti il capitale investito nell'attività, tanto maggiore sarà il valore dell'avviamento aziendale e quindi dell'azienda stessa.

La valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale reddituale si basa sulla seguente formula:

$$W = K + (R - i \cdot K) \cdot a_{n|i}$$

dove

K = valore patrimoniale o capitale netto rettificato

R = reddito normalizzato atteso per il futuro

N = numero definito e limitato di anni

i = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito, cioè della differenza (R – iK), spesso assimilato al tasso di rendimento degli investimenti giudicati a rischio nullo (in Italia i titoli di Stato a medio-lungo termine).

6. Il metodo finanziario

Secondo il metodo finanziario il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso che riflette il rischio di investimento. La previsione dei flussi finanziari futuri è dunque il fulcro della valutazione dell'azienda. Il metodo si giustifica concettualmente come tentativo di valutare l'azienda non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi di cassa futuri, ponendo particolare accentuazione sulle dinamiche finanziarie previste nel tempo.

Esistono due grandi categorie di metodi finanziari: metodi *unlevered* e metodi *levered*.

I metodi *levered* si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti scontati ad un tasso (costo dell'*equity* – K_e) che ne riflette il grado di rischio. I flussi di cassa sono calcolati al netto degli interessi passivi al servizio del debito.

I metodi *unlevered* si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda (azionisti e fornitori di capitale di debito). I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli oneri di tipo finanziario e scontati al WACC.

Quindi le due opzioni possibili sono:

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi *levered*) attualizzati utilizzando il modello K_e (modello CAPM);
- flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi *unlevered*) attualizzati utilizzando il WACC.

Il valore stimato sulla base dei flussi finanziari *levered* è un valore per gli azionisti (*Equity value*), cioè il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci (prospettiva *equity side*). A sua

volta, la stima basata sui flussi *unlevered* determina il valore dell'impresa (*Enterprise value*), inteso come il valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa ed è quindi riferito al valore di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, ossia azionisti e creditori (prospettiva *asset side*). Pertanto, nell'approccio *equity side*, si determina il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci. Nell'approccio *asset side* si determina l'*Enterprise value*, inteso come valore dell'impresa.

Si può giungere in via indiretta all'*Equity value* sottraendo dall'*Enterprise value* la posizione finanziaria netta (PFN) ($W = EV - PFN$).

I flussi di cassa nei due approcci sono determinati come segue.

	=	Reddito Operativo (EBIT)
	-	Imposte teoriche pagate sull'EBIT
	=	Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)
UNLEVERED	+	Ammortamenti
	+	Accantonamenti
	=	Flusso di cassa della Gestione Corrente
	+/-	Variazioni di Capitale Circolante Netto
	+/-	Variazioni di Capitale Fisso (investimenti/disinvestimenti)
	=	Flusso di Cassa Operativo (Free Cash Flow from Operations)
LEVERED	+/-	Oneri/Proventi finanziari
	+/-	Accensione/Rimborso di finanziamenti
	=	Flusso di Cassa per gli Azionisti (Free Cash Flow in Equity)

Essi vengono calcolati utilizzando le informazioni presenti nel piano strategico aziendale. Di solito il piano prevede dettagliatamente i risultati per i futuri 3-5 anni. Il NOPAT è il flusso grezzo dal quale si parte per il calcolo dei flussi di cassa di entrambi i metodi. È calcolato sottraendo all'EBIT un'aliquota fiscale pari a quella teoricamente applicata alla data della valutazione (in Italia circa il 28%). Si utilizza un'aliquota fiscale teorica per permettere una maggiore comparabilità tra i flussi e tra diverse aziende. Nel caso dei

Free Cash Flow to Equity, i flussi di cassa disponibili sono influenzati sia dalle politiche di investimento che da quelle di indebitamento e quindi dai movimenti finanziari inerenti le accensioni, rimborsi e remunerazione dei finanziamenti. Tali flussi, in quanto disponibili per i soli azionisti ed esprimendo il valore del capitale economico dell'azienda, andranno attualizzati ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio. Nel caso degli *Unlevered Free Cash Flow*, invece, i flussi di cassa così determinati sono di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tali flussi devono essere attualizzati ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Pertanto, con riguardo al tasso impiegato per attualizzare flussi di cassa, lo stesso sarà quindi rappresentato:

nella prospettiva equity side

dal costo del capitale proprio dell'azienda, ovvero il rendimento riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio per l'investimento in capitale di rischio. Il tasso è stimato facendo riferimento al modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) in base al quale, in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio in termini di tasso di rendimento atteso sono proporzionali al rischio sistematico (ovvero il rischio non eliminabile per diversificazione) implicito nel titolo oggetto di valutazione. Tale modello prevede che il costo del capitale si compone di (i) una componente espressiva del rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*) e (ii) di una componente legata al rischio sistematico implicito nel titolo oggetto di riferimento. Il risultato così ottenuto, poi, sarà aggiustato per tener conto della eventuale presenza di un fattore di rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione in aggiunta a quello sistematico. In base a tale modello, il costo del capitale può essere espresso dalla seguente relazione

$$K_e = i'_{\text{free}} + \beta (\text{ERP})$$

dove

i'_{free} = tasso risk free, rendimento di investimenti o titoli privi di rischio

ERP = premio per il rischio di mercato (ovvero *Equity Risk Premium*)

B = coefficiente che misura il rischio sistematico dell'azienda, quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio di mercato.

nella prospettiva asset side

dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio:

$$WACC = K_e * E / (D+E) + K_d + (1-t) * D / (D+E)$$

dove

K_e = Costo dell'equity

K_d = Costo del debito

E = Equity

D = Debito (posizione finanziaria netta)

Il principale tra i metodi finanziari è il *Discount Cash Flows* (DCF) che può essere declinato sia nella variante *levered* che in quella *unlevered*. Il più utilizzato tra questi è l'approccio *unlevered*, ossia il *Discounted Cash Flow* nella versione *asset side*, la cui formula è la seguente:

$$W = W = \sum_{t=1}^n UFCF \left(\frac{UFCF}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right) - PFN$$

dove

W = Equity value

t = periodo in cui si sviluppa il flusso di attualizzazione

UFCF = Undelevered Free Cash Flow

WACC = Weighted Average Cost of Capital (Costo medio ponderato del capitale)

PFN = Posizione Finanziaria Netta (debito netto)

TV = Terminal Value (valore terminale), espresso dalla formula $TV = \frac{UFCFN}{(WACC - g^\infty)}$

dove

UFCFN = Unlevered Free Cash Flow Normalised generato dall'azienda oltre il periodo oggetto di valutazione analitica e crescente nel tempo secondo il tasso di crescita espresso da g^∞

g^∞ = saggio di crescita degli UFCF nel lungo periodo

n = orizzonte temporale del piano economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda oggetto di valutazione e rappresenta quindi il periodo oggetto di valutazione analitica.

Pertanto, l'*Enterprise value* è espressione dell'attualizzazione dei flussi generati nel lungo periodo dall'azienda. Da esso, sommando algebricamente la PFN, si determina l'*Equity Value*.

7. Il metodo dei multipli

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili.

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali, i metodi fondati sui multipli hanno assunto nel tempo sempre maggiore rilievo, tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima. Tale metodo fonda la sua essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici) i cui elementi costitutivi sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato. Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni desunti dai mercati borsistici e determinate misure di "performance" aziendale, quali il fatturato, Ebitda, Ebit, patrimonio netto, ecc. Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori, che si ritenga essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima. Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali. L'assunto su cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio: fatturato, Ebitda, Ebit, patrimonio netto, ecc.) ed il valore economico di un'azienda. Tale relazione stabilisce che il valore economico di un'azienda è il prodotto della grandezza economica presa a riferimento per un coefficiente di moltiplicazione. L'utilizzo dei multipli si basa su un processo logico sintetizzabile come segue:

- scelta delle grandezze economiche di riferimento e quindi dei multipli da utilizzare;
- individuazione del campione di società similari e comparabili;
- scelta dei multipli delle società rientranti nel campione;
- determinazione del valore della società oggetto di analisi attraverso l'applicazione delle grandezze economiche di questa dei multipli delle società comparabili.

I moltiplicatori sono generalmente calcolati in riferimento all'EBITDA o all'EBIT della società. Talvolta sono determinati anche multipli delle società comparabili con riferimento al fatturato di ciascuna di esse.

8. IL VALORE DELL'AZIENDA

Per evitare una visione parziale dell'azienda oggetto del processo valutativo e per meglio adattarsi alla

situazione e ai dati a disposizione, si è proceduto a una valutazione mediante un metodo di valutazione misto.

Tra i diversi metodi elaborati, il più diffuso e significativo è rappresentato dal metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata dell'avviamento medio può essere espressa come segue:

$$W = K' + (R - K'i) \cdot a_n]i$$

dove:

W è il valore dell'azienda; **K'** è il patrimonio netto rettificato; **R** è il reddito medio normale atteso per il futuro; **n** è un numero definito e limitato di anni; **i = i'' + i'**,

N.B.: **i''** è il tasso d'interesse normale per l'investimento considerato; **i'** è il tasso d'attualizzazione del profitto o sovra-reddito.

8.1 Il patrimonio netto espresso a valori correnti

Lo scrivente non ha modificato i valori dei crediti e debiti risultanti dai bilanci esaminati.

8.2 Il valore normale dei redditi attesi e la durata dell'avviamento

Nel processo di quantificazione dell'avviamento si deve fare riferimento al reddito che normalmente l'azienda, oggetto della valutazione, sarà in grado di generare in futuro.

Per reddito normale si deve intendere un risultato normalizzato depurato cioè dai seguenti fattori:

- a) componenti reddituali imputate a bilancio ai soli fini fiscali;
- b) rilevanti componenti reddituali, positive o negative, generate da attività estranee alla gestione tipica;
- c) effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Nella determinazione della durata dell'avviamento devono essere tenuti presenti i seguenti aspetti:

- a) le condizioni generali del settore;
- b) la durata residua degli strumenti di produzione;

- c) eventuali limiti di carattere giuridico/negoziale.

8.3 Il tasso di remunerazione del capitale investito

La determinazione del tasso di attualizzazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo misto patrimoniale - reddituale.

La valutazione delle diverse opportunità di investimento si basa principalmente su due elementi:

- a) la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- b) l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento;

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi; conseguentemente gli investimenti con un grado di rischio maggiore, come quelli di un'azienda, devono offrire un rendimento proporzionale più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per individuare un opportuno tasso di remunerazione, si deve quindi tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico - sociale di appartenenza dell'azienda e del suo posizionamento in tale ambito;
- del rendimento riconosciuto dal mercato per investimenti privi di rischio;
- dei rendimenti espressi dal mercato per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

8.4 Il capitale da remunerare

Il capitale netto da remunerare è normalmente pari al patrimonio netto rettificato dell'azienda; può tuttavia risultare inferiore se nell'azienda sono presenti attività non tipicamente attinenti alla gestione caratteristica.

8.5 Il tasso di attualizzazione

In questo caso il tasso di attualizzazione deve essere inteso come lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i sovra-redditi che si realizzeranno in futuro.

Conseguentemente non si dovrà tenere conto in questo caso del cosiddetto rischio d'impresa, ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio.

8.6 Il patrimonio netto rettificato (K)

Non essendo in possesso di elementi sufficienti per poter rettificare il valore delle componenti attive e passive, tale valore coincide con il valore netto contabile al 31.12.2023, ovvero pari ad euro **5.420**.

8.7 Il valore normale del reddito atteso (R)

In considerazione del fatto che la Società non dispone di *budget* per i prossimi esercizi e che non vi sono contabilità separate per le diverse attività, la stima del reddito medio atteso è stata condotta prendendo come riferimento i risultati storici conseguiti negli esercizi 2021 - 2022 - 2023 - 30.09.2024.

Si è provveduto ad aggregare i dati di conto economico degli anni considerati:

Conto economico				
	2021	2022	2023	2024 (presunto)
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.703	139.226	145.239	125.521
Altri ricavi e proventi	4.000	10.334	61	
Sopravvenienze attive	0	0	3.663	
Valore della produzione	12.703	149.560	148.963	125.521
Merci		15.802	11.143	1.867
Carburanti			43	115
Indumenti di lavoro		863	1.359	131
Acquisti inferiori 516		646	115	
Altri acquisti indeducibili		34.806	0	
Altri acquisti vari		82	659	
Variazioni rimanenze		-12.897	12.897	
Trasporti su acquisti		750	1.547	2.304
Manut. E riparazioni (inded. 20%)		246	132	
Altri oneri			225	
Assicurazioni inded. 20%		1.737	638	
Assicurazioni non obbligatorie			4.254	

Compensi amministratori		4.400	26.400	19.800
Contributo INPS amm.ri		704	4.224	3.168
Rimborsi km amministratori/soci		22.044	22.493	
Spese cellulari			349	20
Spese di rappresentanza		1.605	645	1.472
Pasti e soggiorni		2.269	3.007	4.009
Spese per viaggi			2.936	171
Oneri bancari	133	494	727	
Tenuta paghe	2.380	2.400	4.618	1.935
Tenuta paghe		5.744	5.557	508
Altri costi per servizi	5	414	4.647	495
Altri servizi indeducibili		3.396		387
Rimborso spese amministratore		10.467	12.269	
Servizi di consulenza vari		8.056	1.744	
Servizi di consulenza marketing		4.500		
Affitti e locazioni		14.404	7.299	
Licenze d'uso software	192	192	228	
Ammortamento spese di costituzione	296	296		222
Ammortamento mobili e macchine uff.				111
Imposta di bollo	65			2
Sanzioni amministrative	3			
Altri oneri diversi di gestione	0			43
Oneri diversi di gestione	0	11.554	18.454	
Interessi passivi		14	84	
Commissioni bancarie		3		
Formalità amministrative	12			
Valori bollati	16			
Spese incasso e bolli	2			
Servizi di consulenza vari	1.170			
Spese notarili	57			

Compensi prestazioni professionali	386			
Spese varie	100			
Costi	4.817	134.991	148.693	36.760
Imposte	933	16.956	9.416	24.853
Risultato	6.953	-2.387	-9.146	63.908

Il processo di normalizzazione del reddito prevede:

- l'eliminazione di costi e ricavi di natura straordinaria;
- l'eliminazione di costi e ricavi afferenti alla gestione accessoria;
- ricalcolo del peso fiscale.

Conto economico normalizzato				
	2021	2022	2023	30.09.2024
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.703	139.226	145.239	125.521
Altri ricavi presunti				17.000
Altri ricavi e proventi	0	0	0	0
Sopravvenienze attive	0	0	0	0
Valore della produzione	8.703	139.226	145.239	142.521
Merci		15.802	11.143	1.867
Carburanti			43	115
Indumenti di lavoro		863	1.359	131
Acquisti inferiori 516		646	115	
Altri acquisti indeducibili		17.403	0	
Altri acquisti vari		82	659	
Variazioni rimanenze		0	0	
Trasporti su acquisti		750	1.547	2.304
Manut. E riparazioni (inded. 20%)		246	132	
Altri oneri			225	

Assicurazioni inded. 20%		1.737	638	
Assicurazioni non obbligatorie			4.254	
Compensi amministratori		4.400	26.400	19.800
Contributo INPS amm.ri		704	4.224	3.168
Rimborsi km amministratori/soci		22.044	22.493	
Spese cellulari			349	20
Spese di rappresentanza		1.605	645	1.472
Pasti e soggiorni		2.269	3.007	4.009
Spese per viaggi			2.936	171
Oneri bancari	133	494	727	
Tenuta paghe	2.380	2.400	4.618	1.935
Tenuta paghe		5.744	5.557	508
Altri costi per servizi	5	414	4.647	495
Altri servizi indeducibili		3.396		387
Rimborso spese amministratore		10.467	12.269	
Servizi di consulenza vari		8.056	1.744	
Servizi di consulenza marketing		4.500		
Affitti e locazioni		14.404	7.299	
Licenze d'uso software	192	192	228	
Ammortamento spese di costituzione	296	296		222
Ammortamento mobili e macchine uff.				111
Imposta di bollo	65			2
Sanzioni amministrative	3			
Altri oneri diversi di gestione	0			43
Oneri diversi di gestione	0	11.554	18.454	
Interessi passivi		14	84	
Commissioni bancarie		3		
Formalità amministrative	12			
Valori bollati	16			
Spese incasso e bolli	2			

Servizi di consulenza vari	1.170			
Spese notarili	57			
Compensi prestazioni professionali	386			
Spese varie	100			
Altri costi presunti				100.000
Costi	4.817	130.485	135.796	136.760
Imposte	933	3.000	8.296	4.000
Risultato	2.953	5.741	1.147	1.761

Il reddito medio atteso (R) risulta pertanto:

Anno	Reddito normalizzato	Fattore ponderazione	di Reddito ponderato	normalizzato
2021	2.953	0,85	2.510	
2022	5.741	0,90	5.167	
2023	1.147	0,95	1.090	
2024	1.761	1,00	1.761	
Somma redditi normalizzati ponderati			10.528	
Reddito medio atteso (media aritmetica)			2.632	

8.8 Il tasso di attualizzazione (i')

Il tasso i' (di attualizzazione) è stato inteso come un puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo; perciò, essendo indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa, si è ritenuto assumerlo nella misura del 3,50% pari al rendimento lordo dei BTP Italia – 10 anni.

Poiché il reddito normale atteso, così come calcolato, è un'entità reale, anche il tasso appena considerato deve essere depurato dalla componente inflazionistica, tenuto conto che il tasso di inflazione medio atteso, risulta pari al 1,8%.

Tasso di rendimento reale = $(\text{Rendimento nominale} - \text{tasso di inflazione}) / (1 + \text{tasso di inflazione})$

$(3,50 - 1,80) / (1 + 1,80)$

$1,70 / 2,80 = 0,61$

Il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è pari a **0,61%**.

8.9 Il tasso di rendimento del capitale investito (i'')

Il tasso di rendimento dovrebbe esprimere tassi di reddito normale.

Per la determinazione di i'' si è optato per l'adozione del metodo del CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tale metodo scompone il premio per il maggior rendimento atteso dall'investitore, che impiega le sue risorse in un'attività o investimento rischiosi, sulla base del prodotto fra il coefficiente β e il premio per il rischio di mercato azionario (ERP, Equity Risk Premium), al fine di misurare in tal modo rischi non diversificabili.

In sintesi, la formula che esplicita il criterio appena esposto è la seguente:

$$i'' = \text{ERP} \times \beta$$

dove ERP = premio per il rischio azionario; β = coefficiente di volatilità dei rendimenti di un campione di titoli quotati di imprese operanti nello stesso settore. Data la difficoltà di stima del β specifico della Società, poiché azienda non quotata nei mercati regolamentati, è prassi ovviare a tale difficoltà con l'approssimazione del valore del β con quello medio di settore.

Con riguardo al coefficiente β si ipotizza in linea con il mercato e quindi pari ad 1%.

Il coefficiente ERP per l'Italia, è stimato, secondo i dati di NYU Stern, intorno al **7,26%**.

Si giunge così alla determinazione di

$$i'' = 7,26 \times 1 = 7,26\%$$

Il tasso di attualizzazione è pertanto pari a:

$$i = i' + i'' = 0,61\% + 7,26\% = \mathbf{7,87\%}$$

In tali ipotesi, pertanto, la remunerazione del capitale investito connessa alla componente di rischio dell'attività svolta può essere determinata nel 7,87%.

8.10 Il metodo misto patrimoniale reddituale

Come indicato in precedenza il valore dell'azienda è ottenuto attraverso la seguente formula matematica:

$$W = K + a \overline{n} \big|_{i'} (R - i'' K)$$

in sostanza si aggiunge un valore reddituale che rappresenta l'attitudine dell'azienda a produrre reddito (avviamento) al valore patrimoniale.

W = valore d'azienda

K = euro 5.420

R = euro 2.632

n = 5 (anni); orizzonte temporale per la valutazione dell'avviamento

i' = 0,61%

i'' = 7,26%

i = 7,87% ($i' + i''$)

Sovra-reddito ($R - i''K$) = $(2.632 - 0,0787 \cdot 5.420) = 2.632 - 427 = 2.205$

L'avviamento si ottiene capitalizzando il sovra-reddito ipotizzando un tasso di attualizzazione del 7,87% e un arco temporale pari a 5 anni:

Avviamento = $2.205 / (1,0787^1) + 2.205 / (1,0787^2) + 2.205 / (1,0787^3) + 2.205 / (1,0787^4) + 2.205 / (1,0787^5)$
 $= 2.205 / 1,0787 + 2.205 / 2,1574 + 2.205 / 3,2361 + 2.205 / 4,3148 + 2.205 / 5,3935 = 2.044 + 1.022$
 $+ 681 + 511 + 409 =$ **4.667**

Avviamento (arrotondato) = **euro 4.667**

Il valore dell'azienda (**W**) risulta pertanto: $5.420 + 4.667 =$ **euro 10.087**

9. CONCLUSIONI

Allo scrivente stimatore è stato assegnato l'incarico di individuare il probabile valore di mercato del 97% della quota di partecipazione in Aura S.r.l. di proprietà del sig. Brazzà sul presupposto della continuità aziendale dell'azienda.

All'esito delle analisi sopra compiute lo scrivente, ritenendo di aver assolto l'incarico conferito, individua in euro 10.087 il valore di mercato dell'azienda. Il valore determinato è composto da:

- euro 5.420 – patrimonio contabile;
- euro 4.667 – goodwill.

Il 97% dell'importo di euro 10.087 è pari ad euro 9.700 (arrotondato)

Milano, 14/02/2025

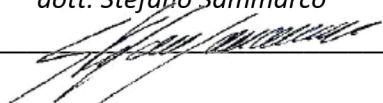


Allegati:

- 1 Conferimento incarico
- 2 Bilancio d'esercizio 31.12.2021
- 3 Bilancio d'esercizio 31.12.2022
- 4 Bilancio d'esercizio 31.12.2023
- 5 Bilancio di verifica al 31.12.2021
- 6 Bilancio di verifica al 31.12.2022
- 7 Bilancio di verifica al 31.12.2023
- 8 Bilancio di verifica al 30.09.2024
- 9 Partitari 2021
- 10 Partitari 2022
- 11 Partitari 2023
- 12 Partitari 2024
- 13 Libro cespiti al 30.09.2024
- 14 Costo del lavoro anno 2024
- 15 Visura

Milano, 14/02/2025

dott. Stefano Sammarco

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Stefano Sammarco', is written over a horizontal line.