

Valutazione dell'Azienda

Relazione del perito

Dott.



18 ott. 22

Indice

Cap. I	Premessa	Pag.3
Cap. II	I metodi di valutazione del capitale d'impresa offerti dalla dottrina aziendalistica	Pag.4
2.1	I metodi patrimoniali	Pag.6
2.2	I metodi reddituali	Pag.7
2.3	I metodi finanziari	Pag.8
2.4	I metodi misti	Pag.9
2.5	Il metodo di valutazione prescelto	Pag.14
Cap. III	La società - gli assetti societari e valutazione di azienda	Pag.15
Cap VI	Conclusioni	Pag.20

Capitolo primo

Premessa

La sottoscritta dott. _____, con studio
in _____ alla via _____ posta elettronica certificata:
_____, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili del Tribunale di Trani al n. 681/A, ha ricevuto incarico dal
liquidatore nella procedura di liquidazione del patrimonio ex art. ex art. 14 ter -
ss. l. 3/2012 **R.G. 1662/2021 di _____** nato ad
codice fiscale _____, di procedere alla stima delle
quote di partecipazione possedute dallo stesso nella società di seguito indicate,:
- ***** ***, con sede in Andria (BT) alla Via
_____, capitale sociale deliberato €15.000,00, totalmente sottoscritto
e versato, Codice Fiscale e Partita IVA _____, Rea _____

Al fine di espletare l'incarico ricevuto, il sottoscritto consulente ha richiesto
alla società i bilanci delle ultime cinque annualità con relative situazioni economico
patrimoniali nonché tutta la documentazione contabile e societaria inerente la
valutazione ad effettuarsi.

Preliminarmente, è stato esaminato il bilancio e la situazione patrimoniale al
31/12/2021, data presa a riferimento per la valutazione dell'azienda.

Successivamente, la scrivente ha proceduto alla valutazione di una eventuale
revisione degli elementi attivi e passivi come esposti nelle situazioni contabili
giungendo alla riespressione degli stessi in termini di valori correnti (di mercato e di
stima).

Infine si è ritenuto opportuno valutare anche una situazione patrimoniale
aggiornata al 30/06/2022, in quanto, per quanto si dirà appresso, sono stati rilevati
elementi di variazione tali da rendere necessario visionare un bilancio provvisorio
aggiornato a data recente.

La società è pressochè priva di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

Nell'ambito delle operazioni estimative, la scrivente ha potuto analizzare, quindi, la seguente documentazione messa a disposizione:

- Situazione economico-patrimoniale al 31/12/2017;
- Situazione economico-patrimoniale al 31/12/2018;
- Situazione economico-patrimoniale al 31/12/2019;
- Situazione economico-patrimoniale al 31/12/2020;
- Situazione economico-patrimoniale al 31/12/2021;
- Situazione economico-patrimoniale al 30/06/2022;
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2017;
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2018;
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2019;
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2020;
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2021;

Inoltre si è presa visione di alcuni verbali di assemblee utili alla comprensione delle variazioni intervenute fra il bilancio al 31/12/2021 e quello al 30/06/2022.



Capitolo secondo

I metodi di valutazione del capitale d'impresa offerti dalla dottrina aziendalistica

Tra i metodi di valutazione più utilizzati vengono annoverati:

- Metodi Redditali
- Metodo analitico con rendita perpetua
- Metodo analitico con rendita limitata
- Metodo Patrimoniale
- Metodi Misti patrimoniali e redditali
- Metodo del valor medio

- Metodo della stima autonoma dell'avviamento con attualizzazione illimitata del profitto medio

- Metodo della stima autonoma dell'avviamento con attualizzazione limitata del profitto medio

- Metodi dei moltiplicatori

- Equity Value Ebit

- Equity Value Ebitda

La scelta dei diversi metodi dipende, in particolare, dall'attività svolta, dalla struttura patrimoniale e dal mercato in cui opera l'azienda. E' bene precisare che la determinazione del valore aziendale non può basarsi esclusivamente su metodi e formule (seppur consolidati ed in un certo qual modo attendibili) ma, trattandosi di una stima, frutto di valutazioni soggettive, necessita sempre di un'attenta conoscenza, oltre che di tutti gli aspetti della specifica azienda oggetto di valutazione, anche dei principi base in tema di valutazione d'azienda.

Le modalità ed i criteri seguiti sono inoltre diversi a seconda delle finalità che si perseguono. In particolare:

- se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda durante la sua ordinaria vita, la valutazione andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento);

- se lo scopo valutativo è quello di determinare il valore dell'azienda che deve essere cessata, la valutazione andrà effettuata nell'ottica del realizzo dei beni di cui si compone la stessa azienda (criterio di liquidazione);

- se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda che sta per essere ceduta, la valutazione dovrà tenere conto anche di elementi che normalmente non toccano il soggetto economico (per tutti, i redditi prospettici) e andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento).

I criteri di valutazione si distinguono in diretti e indiretti.

I metodi diretti, conosciuti anche come “metodi empirici” in quanto si tratta di criteri di determinazione del valore economico in base ai prezzi di mercato,

possono essere suddivisi in metodi diretti in senso stretto, applicabili solo nel caso in cui l'azienda sia quotata, e metodi diretti basati sui multipli di mercato, applicabili nel caso in cui l'azienda non sia quotata. In tal caso vengono costruiti degli indicatori, multipli, che esprimono dei rapporti tra prezzi di mercato e determinate grandezze di bilancio e che vengono poi paragonati con gli stessi indicatori espressi da un campione di aziende quotate ritenuto significativo. I principali multipli sono il rapporto Prezzi/Utili, Prezzo/Patrimonio Netto, Prezzo/EBIT, Prezzo/EDITDA, Prezzo/Cash Flow.

I metodi indiretti si basano, invece, su stime e grandezze, in dettaglio:

- metodi patrimoniali semplici o complessi basati su grandezze stock;
- metodi reddituali e finanziari basati su grandezze flusso;
- metodi misti che tengono in considerazione sia grandezze stock che grandezze flusso.

2.1 I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali fondano la stima del capitale economico dell'impresa sul principio di valutazione a valori correnti dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio. Il punto di partenza di detti metodi è rappresentato dal "patrimonio netto contabile", al quale vengono apportate una serie di rettifiche che consentono di adeguare i valori contabili di bilancio ai valori correnti. Le rettifiche vengono operate applicando agli elementi attivi il criterio del valore di presumibile realizzo, agli elementi passivi il criterio del valore di estinzione e alle immobilizzazioni il criterio del costo di sostituzione. Si giunge, così, alla stima del "patrimonio netto rettificato semplice" ove all'attivo si tiene conto dei soli beni materiali, dei crediti e delle disponibilità liquide o del "patrimonio netto rettificato complesso", laddove si procede alla valorizzazione anche dei beni immateriali non contabilizzati ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato.

Tale metodologia di valutazione può essere rappresentata dalla seguente relazione:

$$W = K'$$

dove W esprime il valore economico dell'azienda da stimare e K' rappresenta il patrimonio netto rettificato a valori correnti.

Detti metodi hanno il vantaggio di essere caratterizzati da un minor grado di soggettività da parte del perito, in quanto richiedono l'applicazione di un minor numero di ipotesi, tuttavia, presentano il limite di determinare il valore dell'azienda sulla base del solo saldo algebrico fra attività e passività trascurando l'aspetto della redditività attesa dell'investimento e, quindi, la capacità del complesso aziendale di generare reddito o flussi di cassa.

2.2 I metodi reddituali

I metodi reddituali si basano sul presupposto per cui l'investimento produttivo deve, ipoteticamente, garantire nel tempo soddisfacenti livelli di redditività. In tal caso la stima del capitale economico dell'impresa è effettuata basandosi sul flusso di redditi netti attesi e sul grado di rischio connesso alla loro realizzazione.

Il metodo reddituale, nella sua versione più elementare, può essere applicato utilizzando l'algoritmo della rendita perpetua, previa quantificazione del reddito netto atteso medio-normale e del tasso di attualizzazione:

$$W = R/i$$

dove W esprime il valore economico dell'azienda da stimare, R il reddito netto atteso medio-normale e i il tasso di attualizzazione che deve considerare, in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, un premio per l'investimento nell'attività di impresa che presenta un rischio intrinseco e un rischio di mercato.

Il ricorso alla rendita perpetua è difficilmente giustificabile se non per il fatto che la durata delle vita effettiva dell'azienda è sostanzialmente incognita e, comunque, di difficile definizione.

Con riferimento a un determinato arco temporale la formula da utilizzare sarà la seguente:

$$W = R a n \gamma i$$

Detti metodi sono apprezzati per l'indubbia validità del principio generale su cui si fondano: l'investimento è finalizzato alla generazione di un certo reddito e,

quindi, deve essere valutato in base al suo presunto grado di economicità prospettica. D'altra parte occorre evidenziare la scarsa obiettività dei parametri da utilizzare: reddito medio prospettico e tasso di attualizzazione. Trattasi di valutazioni soggettive che possono presentare gradi di incertezza e creare effetti distorsivi sul risultato della valutazione stessa.

Occorre inoltre individuare un orizzonte temporale congruo, decidendo dapprima se utilizzare un orizzonte temporale illimitato, opzione preferita nella maggioranza dei casi essendo l'azienda un'istituzione destinata a perdurare nel tempo, o finito (solitamente almeno 5 anni), opzione preferibile quando si tratta ad esempio di un'azienda che opera su uno specifico progetto limitato nel tempo.

Questo metodo di valutazione basato sulla capacità dell'azienda di generare reddito è molto utilizzato soprattutto nelle aziende che hanno raggiunto un certo livello di maturità e stabilità, mentre in altre situazioni si preferisce puntare su altri metodi basati sui flussi o sui metodi misti, che combinano gli elementi di metodi patrimoniali e reddituali.

2.3 I metodi finanziari

I metodi finanziari fondano il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare flussi di cassa futuri, infatti il soggetto che decide di investire intende percepire una serie di flussi finanziari costituiti dai dividendi futuri e dall'eventuale plusvalore realizzato in sede di cessione dell'azienda.

In simboli:

$$W = F_1 (1 + i)^{-1} + \dots + F_n (1 + i)^{-n} + P_n (1 + i)^{-n}$$

Dove W esprime il valore economico dell'azienda da stimare, F_1 e F_n sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 a n , P_n è il flusso finanziario derivato dall'ipotetico plusvalore realizzabile in sede di cessione.

L'utilizzo di detti metodi presuppone che esistano piani di impresa predisposti dal management e fondati su ipotesi credibili. A fronte dell'indubbia razionalità di detti metodi, gli stessi risentono della difficoltà di quantificare in maniera attendibile i cash flows futuri e dell'elevato grado di incertezza.

2.4 I metodi misti

I metodi misti costituiscono una mediazione tra criteri basati su grandezze flusso e criteri basati su grandezze stock. Detti metodi svolgono una funzione di raccordo in quanto permettono di considerare, quantificandolo separatamente, l'apporto delle componenti extra-reddito, ossia l'avviamento. Il metodo misto sicuramente più diffuso, seppur in diverse varianti, è il "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento", il valore dell'azienda viene determinato quale somma algebrica del Patrimonio netto rettificato (stimato con il metodo patrimoniale semplice o complesso) e del valore dell'avviamento calcolato come valore attuale degli extra-redatti aziendali identificati come differenza fra reddito atteso e rendimento normale del capitale investito nell'impresa. La relativa formula è la seguente:

$$W = K' + (R - i' * K') a n \uparrow i$$

Dove W esprime il valore economico dell'azienda da stimare, il primo addendo si riferisce al patrimonio netto rettificato a valori correnti e il secondo addendo evidenzia il valore riconducibile all'avviamento. Quest'ultima componente viene riconosciuta quale "premio" solo laddove l'imprenditore riesca a organizzare il complesso produttivo in modo da realizzare performance economiche superiori al normale (sovrareddito). Ove, invece, l'azienda generi flussi economici inferiori al normale (sottoreddito) il valore economico aziendale subirà una proporzionale riduzione.



Ciò posto, nel prosieguo si procederà all'individuazione e quantificazione delle grandezze necessarie per l'applicazione del criterio prescelto alle singole realtà aziendali da valutare.

La determinazione del capitale netto rettificato (K')

Come innanzi evidenziato, K' rappresenta il valore dell'azienda in termini patrimoniali, dato dalla differenza fra il totale degli elementi attivi e il totale degli elementi passivi rettificati a valori correnti.

Gli elementi patrimoniali passivi vengono considerati in base ai valori correnti di estinzione o di rinegoziazione, mentre con riguardo agli elementi attivi si è soliti utilizzare due distinti criteri per la loro riespressione a valori correnti:

- criterio del valore di presunto realizzo per i beni destinati alla vendita (materie prime, merci, prodotti finiti, partecipazioni, titoli ...) e per i crediti;
- criterio del valore di sostituzione o di riproduzione per le immobilizzazioni.

Nell'analisi delle singole poste è stato evidenziato il valore iscritto in bilancio e la valutazione a valori correnti, le voci di bilancio sono state esposte al netto di eventuali fondi di rettifica.

Le classi inventariali indicate sono quelle che risultano dalle situazioni patrimoniali consegnate alla scrivente.

La determinazione del reddito da attualizzare ($R - i' * K'$)

Come già innanzi riferito, con il "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento" si giunge alla determinazione del "valore di rendimento" dell'azienda, cioè il valore attuale dei flussi di reddito futuri che l'azienda sarà in grado di generare, in funzione del quale si determina l'avviamento.

Ne consegue che la stima dell'avviamento presuppone l'individuazione di questo valore di rendimento e, quindi, dei redditi fondatamente ritraibili dall'azienda nel futuro. Se i redditi attesi risulteranno superiori al reddito normale, inteso quale reddito che potrebbe ritrarsi da investimenti alternativi aventi il medesimo grado di rischio, si determinerà un sovra-reddito e potrà parlarsi di avviamento positivo, in caso contrario si determinerà un sotto-reddito e potrà parlarsi di avviamento negativo.

Risulta, pertanto, fondamentale procedere alla quantificazione del flusso di redditi attesi (R) e del reddito normale atteso ($i' * K'$).

Le ipotesi più frequenti per la previsione dei redditi ritraibili dall'azienda (R) possono essere raggruppate in classi, ciascuna delle quali identifica un diverso approccio nella proiezione dei risultati:

- approccio di proiezione dei risultati storici, trattasi di un metodo volto a proiettare nel futuro i risultati realizzati nel passato;

- approccio dei risultati programmati, detto metodo fa riferimento all'uso di documenti formalizzati atti a esprimere le attese economiche del prossimo futuro (budget, piani pluriennali);
- approccio della crescita attesa, consiste nel tener conto delle capacità di sviluppo dell'impresa;
- approccio delle opzioni innovative, legato anche alla ricerca di vie nuove che innovino rispetto al passato.

Il reddito normale atteso o costo del capitale investito ($i' * K'$) si calcola, invece, applicando al valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda un tasso di rendimento che esprima la redditività del capitale investito ritenuta soddisfacente tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra, considerati non solo gli investimenti effettuati ma anche il rischio del settore in cui opera e l'andamento dei mercati, posta a confronto con la redditività di investimenti alternativi quali titoli di Stato, prestiti obbligazionari, fondi comuni di investimento, azioni ..., precisamente:

$$i' = R_f + s$$

dove R_f rappresenta il premio che spetta a chi, rinunciando al consumo immediato, presta la sua ricchezza e s il premio che va a remunerare il rischio in cui si incorre investendo in una specifica attività.

Ciò posto, ai fini dell'individuazione del tasso di attualizzazione, è necessario partire dalla stima del tasso relativo agli investimenti privi di rischio (R_f).

Procedo quindi ad acquisire gli indici di riferimento forniti dalla piattaforma de "IlSole24Ore" la quale si avvale della banca dati del Prof. A. Damodaran, professore di finanza presso la Stern School of Business della New York University, come di seguito:

Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	Average correlation with the market	Total Unlevered Beta	Total Levered Beta
Advertising	87	0,66	0,86	18,58%	3,54	4,62
Aerospace/Defense	46	1,21	1,28	27,48%	4,39	4,65
Air Transport	38	0,64	0,93	24,17%	2,65	3,85
Apparel	122	0,83	0,90	20,21%	4,09	4,48
Auto & Truck	25	0,64	1,26	31,22%	2,06	4,03

Dott.
Commercialista e Revisore Legale

Auto Parts	55	1,15	1,45	32,47%	3,53	4,47
Bank (Money Center)	126	0,28	1,16	30,97%	0,90	3,74
Banks (Regional)	69	0,19	0,57	20,89%	0,91	2,74
Beverage (Alcoholic)	53	0,47	0,65	22,61%	2,08	2,85
Beverage (Soft)	16	0,57	0,65	20,27%	2,80	3,20
Broadcasting	25	0,82	0,96	25,08%	3,27	3,84
Brokerage & Investment Banking	68	1,69	1,05	20,04%	8,41	5,22
Building Materials	83	0,84	1,03	26,29%	3,19	3,93
Business & Consumer Services	206	0,80	0,99	23,35%	3,44	4,23
Cable TV	8	0,47	1,19	28,60%	1,64	4,15
Chemical (Basic)	55	0,81	0,98	20,54%	3,96	4,76
Chemical (Diversified)	7	1,18	1,51	57,26%	2,06	2,63
Chemical (Specialty)	98	1,04	1,18	27,82%	3,73	4,25
Coal & Related Energy	15	0,86	0,91	15,51%	5,57	5,87
Computer Services	217	1,03	1,09	22,97%	4,50	4,73
Computers/Peripherals	39	1,03	1,14	21,91%	4,71	5,19
Construction Supplies	102	0,79	1,05	26,35%	3,01	3,99
Diversified	64	0,92	1,24	35,27%	2,60	3,52
Drugs (Biotechnology)	194	1,31	1,43	21,27%	6,15	6,71
Drugs (Pharmaceutical)	112	1,07	1,23	23,90%	4,47	5,16
Education	10	0,89	1,75	19,46%	4,56	8,98
Electrical Equipment	127	1,19	1,36	23,23%	5,12	5,87
Electronics (Consumer & Office)	17	1,46	1,40	23,33%	6,25	6,01
Electronics (General)	154	1,16	1,26	23,85%	4,86	5,29
Engineering/Construction	147	0,78	1,13	23,67%	3,31	4,79
Entertainment	132	1,04	1,14	18,94%	5,47	6,01
Environmental & Waste Services	48	0,77	0,96	18,58%	4,13	5,15
Farming/Agriculture	43	0,42	0,74	19,04%	2,23	3,88
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	123	0,23	0,96	24,23%	0,96	3,98
Food Processing	141	0,63	0,72	19,95%	3,16	3,62
Food Wholesalers	15	0,14	0,47	14,58%	0,96	3,22
Furn/Home Furnishings	45	0,74	0,90	23,64%	3,15	3,80
Green & Renewable Energy	51	0,52	0,88	18,24%	2,85	4,83
Healthcare Products	170	1,15	1,26	22,51%	5,10	5,59
Healthcare Support Services	42	0,70	1,01	21,20%	3,29	4,78
Healthcare Information and Technology	82	0,96	1,05	23,29%	4,14	4,52
Homebuilding	46	0,98	0,92	21,84%	4,50	4,21
Hospitals/Healthcare Facilities	33	0,46	0,79	20,56%	2,23	3,86
Hotel/Gaming	113	0,67	0,88	18,86%	3,54	4,68
Household Products	73	0,74	0,83	18,25%	4,07	4,55
Information Services	28	1,03	1,04	25,18%	4,11	4,14
Insurance (General)	45	0,87	0,92	31,89%	2,73	2,88
Insurance (Life)	20	0,67	0,99	33,47%	2,00	2,96

Dott.
Commercialista e Revisore Legale

Insurance (Prop/Cas.)	17	0,64	0,74	25,02%	2,57	2,94
Investments & Asset Management	327	1,10	0,86	21,06%	5,20	4,09
Machinery	208	1,12	1,18	28,25%	3,97	4,19
Metals & Mining	96	1,16	1,39	20,70%	5,59	6,70
Office Equipment & Services	26	0,70	1,04	20,41%	3,43	5,08
Oil/Gas (Integrated)	14	1,18	1,46	37,18%	3,18	3,93
Oil/Gas (Production and Exploration)	116	0,92	1,53	18,34%	5,03	8,33
Oil/Gas Distribution	27	0,67	1,18	26,06%	2,57	4,54
Oilfield Svcs/Equip.	69	1,12	1,44	24,21%	4,62	5,94
Packaging & Container	52	0,65	0,89	21,30%	3,04	4,20
Paper/Forest Products	40	0,97	1,15	27,28%	3,55	4,23
Power	66	0,64	1,02	25,15%	2,56	4,05
Precious Metals	47	0,91	1,07	13,68%	6,64	7,81
Publishing & Newspapers	85	0,71	0,86	17,20%	4,13	4,98
R.E.I.T.	151	0,36	0,61	20,74%	1,72	2,92
Real Estate (Development)	58	0,62	0,88	19,82%	3,12	4,44
Real Estate (General/Diversified)	65	0,48	0,76	19,53%	2,44	3,88
Real Estate (Operations & Services)	216	0,37	0,59	19,41%	1,90	3,06
Recreation	54	0,75	0,94	20,56%	3,65	4,56
Reinsurance	4	0,76	0,81	37,59%	2,01	2,15
Restaurant/Dining	40	0,55	0,74	18,70%	2,93	3,98
Retail (Automotive)	26	0,54	0,83	19,26%	2,80	4,32
Retail (Building Supply)	22	0,46	0,76	19,59%	2,35	3,88
Retail (Distributors)	113	0,59	0,89	22,04%	2,67	4,05
Retail (General)	17	0,32	0,73	17,18%	1,87	4,28
Retail (Grocery and Food)	28	0,51	0,77	20,78%	2,44	3,69
Retail (Online)	76	1,32	1,25	20,34%	6,51	6,15
Retail (Special Lines)	72	0,88	1,00	20,82%	4,24	4,83
Rubber& Tires	8	0,75	0,98	31,75%	2,37	3,07
Semiconductor	31	1,55	1,65	28,46%	5,46	5,79
Semiconductor Equip	19	2,07	2,04	34,32%	6,02	5,93
Shipbuilding & Marine	61	0,78	1,31	20,30%	3,82	6,48
Shoe	8	1,26	1,41	18,10%	6,96	7,77
Software (Entertainment)	37	1,02	1,07	20,17%	5,08	5,28
Software (Internet)	25	0,76	0,81	13,93%	5,48	5,82
Software (System & Application)	246	1,07	1,10	19,95%	5,37	5,52
Steel	52	1,03	1,35	24,45%	4,19	5,52
Telecom (Wireless)	13	0,62	1,03	28,00%	2,23	3,68
Telecom. Equipment	56	1,35	1,34	20,72%	6,53	6,45
Telecom. Services	83	0,52	0,88	24,13%	2,17	3,66
Tobacco	6	0,33	0,50	15,88%	2,06	3,16
Transportation	40	0,60	0,92	22,63%	2,66	4,05
Transportation (Railroads)	6	0,43	0,89	34,20%	1,25	2,61
Trucking	30	0,46	1,00	22,38%	2,07	4,45

Utility (General)	20	0,45	0,73	21,90%	2,07	3,31
Utility (Water)	11	0,39	0,78	19,96%	1,96	3,90
Total Market	6519	0,67	1,04	22,58%	2,98	4,60
Total Market (without financials)	5724	0,82	1,06	22,38%	3,66	4,72

Di seguito si riporta la relativa formula:

$$s = (R_m - R_f) * \beta$$

dove:

- s = premio per il rischio
- R_m = rendimento generale medio del mercato
- R_f = rendimento degli investimenti privi di rischio
- β = coefficiente di variabilità specifica con riferimento ad aziende

similari.

I necessari parametri sono stati individuati come di seguito descritto.

La quantificazione dell'avviamento ($R - i' * K'$) a τ n i

Il valore di avviamento viene configurato attualizzando per un periodo di tempo n e ad un tasso di attualizzazione appropriato "i" il differenziale di redditività (sovra/sotto reddito $R - i' * K'$) che si stima l'azienda potrà generare in futuro.

Quanto all'orizzonte temporale di riferimento per la stima il limite minimo è di pochi anni (anche se praticamente mai inferiore a 3 – 5 anni) e il massimo l'infinito. La tendenza a limitare la vita dell'impresa e, quindi, la durata dei flussi di reddito attesi deriva dalla crescente incertezza che grava sulla stima dei flussi di reddito.

Nella storia del modello misto patrimoniale-reddituale la scelta del tasso di attualizzazione del sovrareddito (i) è stata dibattuta fra:

- l'applicazione del tasso di rendimento per investimenti privi di rischio;
- l'applicazione della somma del tasso di rendimento per investimenti privi di rischio e del premio per il rischio azionario moltiplicato per il coefficiente β .

La scelta finale dipende dal segno dei redditi differenziali: a redditi differenziali negativi (sotto-reddito) corrisponderà la prima scelta, il tasso risk-free è

giustificato in quanto un risk premium agirebbe inversamente incrementando il valore calcolato dell'azienda. A redditi differenziali positivi (sovra-reddito) corrisponderà la seconda scelta.

2.5 Il metodo di valutazione prescelto

Nella scelta del metodo di valutazione delle società, la sottoscritta ha tenuto conto delle principali impostazioni dottrinali nonché delle condizioni oggettive in cui versa la società oggetto di valutazione. Inoltre i criteri di valutazione adottati risultano conformi a quanto disposto dallo Statuto e dall'art. 2437 ter C.C. in materia di criteri di determinazione del valore delle azioni.

La scrivente ha ritenuto di effettuare la valutazione utilizzando i principali principi e metodi di valutazione offerti dalla dottrina economica. Tale criterio di stima che normalmente consente di apprezzare il valore fondatamente attribuibile ai complessi aziendali in funzione sia della componente patrimoniale sia della componente reddituale, con uno sguardo rivolto verso l'andamento delle aziende del medesimo settore in una prospettiva di continuità aziendale, tuttavia non sembra aderente alla fattispecie oggi presentata.

Difatti la società _____, **costituita solo nel 2017, ha avuto un andamento in questi primi anni di attività caratterizzato da modesti volumi, caratteristici delle start up.**

Pertanto pur avendo tentato l'approccio aderente alle dottrine dominanti, lo stesso non risulterebbe in questa fattispecie rappresentativo del valore aziendale.



Capitolo terzo

- I -

Le società _____

- gli assetti societari e valutazione di azienda -

Di seguito si riportano alcuni dati relativi alle singole società.



La società è stata costituita in Andria in data 10/04/2017, iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese di Bari il 02/05/2017 al R.E.A. n..

La società ha per oggetto sociale l'attività commercializzazione all'ingrosso di oli e grassi alimentari di origine vegetale, di olive e di olio lampante.

Il capitale sociale dichiarato sul modello con cui è stato depositato l'elenco dei soci è pari a €.15.000,00.

Risulta così costituita:

- quota di €.300,00, pari al 2% del capitale sociale;
- quota di €.14.700,00, pari al 98% del capitale sociale.

La società non risulta essere inoltre proprietaria di alcuna immobilizzazione materiale, immateriale e finanziaria.

Difatti in data 04 febbraio 2022, con atto di cessione di quote dinanzi al Notaio in Andria Dott. rep.n.1341, racc.n.1029, la società dismetteva le quote pari al 98% del capitale sociale della società "*****I", con sede in Andria *****, codice fiscale e partita Iva*****.

Di seguito vengono riepilogati i principali dati patrimoniali, economici e finanziari della società per le annualità dal 2017 al 2022.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

Stato patrimoniale	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	giu-22
ATTIVO						
Immobilizzazioni				139		
Rimanenze				97.335		
Crediti commerciali	40.556	661	1.471.290	1.415.281	1.598.076	60.419
Altri crediti e att. circolanti	14.700	14.700	14.700	14.700		32.575

Ratei e Risconti		30	30			
Liquidità	2.717	27.627	4.421	5.863	7.290	12.346
Attivo circolante	57.973	43.018	1.490.441	1.533.179	1.605.366	105.340
TOTALE ATTIVO	57.973	43.018	1.490.441	1.533.318	1.605.366	105.340
PASSIVO						
Capitale sociale	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Riserve di rival.		51	51			
Altre riserve		968	597		1	
Risultati a nuovo						-54.023
Risultato d'esercizio	1.019	-372	-16.816	-911	-54.023	1.535
Patrimonio Netto	16.019	15.647	-1.168	14.089	-39.022	-37.488
Fondi rischi						
TFR						
Finanz. Bancari a MI						
Finanz. Soci						
Altri Debiti a MI						
Debiti MI termine						
Fornitori						
Banche						
Debiti	35.954	27.371	21.609	16.269		
Erario ed enti						
Altri debiti a Bt			1.470.000	1.502.230	1.644.388	142.828
Ratei e risconti	6.000			730		
Deb. breve term.	41.954	27.371	1.491.609	1.519.229	1.644.388	142.828
TOTALE PASSIVO	57.973	43.018	1.490.441	1.533.318	1.605.366	105.340

SITUAZIONE ECONOMICA

Conto Economico	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	giu-22
Ricavi	331.867	548.011	352.883	841.266	716.050	188.565
Acquisti						
+ Rimanenze Finali						
- Rimanenze iniziali						
Consumi						
Margine di prodotto	331.867	548.011	352.883	841.266	716.050	188.565
Costi Variabili	324.544	543.336	359.987	841.991	767.656	187.030
Margine di contribuzione	7.323	4.675	-7.104	-725	-51.606	1.535
Personale diretto di produzione						
Margine di contr. Netto MOD	7.323	4.675	-7.104	-725	-51.606	1.535
Costi Fissi						

Salari						
Stipendi						
Amministratori e collaboratori						
Acc. TFR						
Contributi c/esercizio						
EBITDA	7.323	4.675	-7.104	-725	-51.606	1.535
Ammortamenti	139	139	139	139	139	
Accantonamenti						
Svalutazioni						
Rivalutazioni			9.558			
EBIT	7.184	4.536	-16.801	-864	-51.745	1.535
Interessi passivi						
Proventi finanziari	2	-8	6	-47	-676	
Risultato ante gestione straordinaria	7.186	4.528	-16.795	-911	-52.421	1.535
Proventi Straordinari						
Oneri Straordinari	6.167	4.441				
Risultato ante imposte	1.019	87	-16.795	-911	-52.421	1.535
Imposte		459	21		1.602	
Risultato Netto	1.019	-372	-16.816	-911	-54.023	1.535

- II -

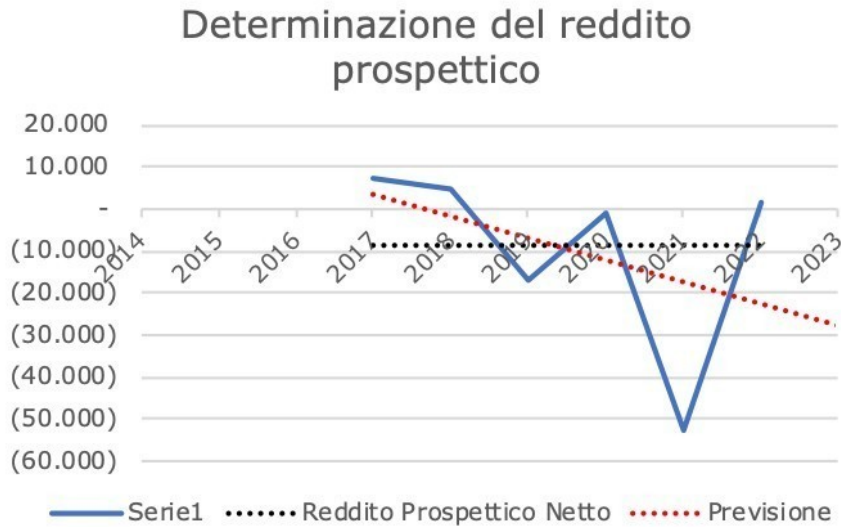
Valutazione dell'azienda

Alla luce delle considerazioni che precedono, è possibile affermare che gli elementi necessari ai fini di una prudente valutazione del capitale economico dell'azienda esaminata sono stati correttamente individuati e, a parere della scrivente, soddisfano i requisiti di attendibilità e ragionevolezza.

Di seguito vengono riportate le risultanze dei calcoli e delle elaborazioni sviluppate per l'azienda valutata.

Come già innanzi detto, la scrivente ha effettuato tentativi di valutazione del capitale economico della società mediante la comparazione fra i principali metodi di analisi, il metodo analitico con rendita perpetua, il metodo patrimoniale, il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma

dell'avviamento con attualizzazione illimitata del profitto medio, e i metodi dei moltiplicatori.



Metodi dei moltiplicatori

METODO DEI MULTIPLI DELL'EBIT

Variabile	Valore
EBIT	1.535,00
Moltiplicatore (EV/EBIT)	10,04
PFN	-12.346

Metodi dei moltiplicatori

METODO DEI MULTIPLI DELL'EBITDA

Variabile	Valore
EBITDA	1.535,00
Moltiplicatore (EV/EBITDA)	8,14
PFN	-12.346

Enterprise Value
EBIT * (Value/EBIT)

15.416,23

EQUITY VALUE

Enterprise Value +/- PFN

3.070,23

Enterprise Value
EBITDA * (Value/EBIT)

12.493,61

EQUITY VALUE	
Enterprise Value +/- PFN	147,61

All'esito di tale analisi si è ritenuto che essendo la società costituita nel 2017, quindi normalmente considerabile start up nei primi 5 anni di attività, l'utilizzo di metodi di valutazione legati al dato reddituale non risulterebbero valorizzare adeguatamente una società che sta avviando un nuovo business.

Inoltre l'assenza di qualsiasi forma di patrimonializzazione, sia immateriale che materiale, rende inatteso l'impiego di metodi su base patrimoniale.

A questo punto quindi, la scelta più aderente è quindi quella di confermare il valore nominale del capitale sociale, metodo che tiene in considerazione il fatto che trattasi di azienda *in bonis*, senza debiti verso il settore bancario, ad eccezione di un piccolo finanziamento di liquidità di €.25.000,00. Per cui seppur non ancora in grado di produrre redditi elevati, tuttavia, come sopra anticipato, costituita nell'anno 2017 e quindi ancora assimilabile ad una start up in cerca della propria collocazione sul mercato.

Da quanto innanzi esposto, **risulta che il valore complessivo attribuibile all'azienda in un'ottica di cessione di quote dell'azienda in funzionamento utilizzando il valore nominale del capitale sociale è di complessivi €. 15.000,00.**

Pertanto il valore delle azioni di proprietà del socio , proprietario di una partecipazione pari al 98% del capitale sociale, ammonta a €.14.700,00

Capitolo quarto **- Conclusioni -**

In conclusione, utilizzando i criteri di valutazione indicati nei singoli capitoli, in aderenza alle specificità che ogni impresa esprime in base alla tipologia di attività

Dott.
Commercialista e Revisore Legale

esercitata ed al settore di appartenenza, è possibile attribuire i seguenti valori alla azienda oggetto di incarico di valutazione:

	valore complessivo	valore pro quota
	€ 15.000,00	€ 14.700,00

Ritenuto di aver svolto in maniera compiuta l'incarico ricevuto, nel ringraziare per la fiducia accordata, la scrivente rimane a disposizione per qualsivoglia chiarimento.

Con ossequi.

Corato, lì 18 ottobre 2022

Dott.