

UGO TAGLIARENI  
DOTTORE COMMERCIALISTA  
REVISORE LEGALE

# Valutazione Aziendale

Perizia di stima del valore del capitale economico della  
Società [REDACTED] [REDACTED]. S.R.L.

---

Via Goethe, n.1 - 90138 Palermo - Tel. 0915558193 - Cell: 3288432374

C. F.: TGLGUO80T19G273K - P. Iva: 06088960825

Iscritto all'Albo dei PERITI e all'Albo dei CONSULENTI TECNICI presso il Tribunale di Palermo  
Iscritto nel Registro Revisori Legali al n.167448 con D.M. 12/12/2012 – G.U. 2, 4^ serie speciale del 08/01/2013  
e-mail: ugo.tagliareni@gmail.com – pec: ugo.tagliareni@pec.it

## Sommario

<b>Premessa .....</b>	<b>4</b>
<b>Finalità e oggetto dell'incarico .....</b>	<b>5</b>
<b>Documentazione esaminata.....</b>	<b>6</b>
<b>La Società.....</b>	<b>7</b>
<b>Attività svolta .....</b>	<b>8</b>
<b>Metodologia di valutazione .....</b>	<b>10</b>
Metodo Patrimoniale .....	11
Metodi Redditali.....	12
Metodo Misto Patrimoniale – Reddittuale .....	15
Metodo Finanziario .....	16
Metodo EVA (Economic Value Added) .....	20
<b>Piano previsionale.....</b>	<b>21</b>
<b>Financial Highlights .....</b>	<b>21</b>
Dati economici.....	24
Dati patrimoniali.....	27
Ratios.....	28
Stato Patrimoniale Riclassificato .....	29
Stato Patrimoniale liquidità esigibilità.....	29
Stato Patrimoniale gestionale .....	31
Stato Patrimoniale liquidità esigibilità.....	32
Conto Economico Riclassificato .....	34
Conto Economico a valore aggiunto.....	34
Analisi principali dati economici.....	35
Rendiconto Finanziario .....	37
Analisi Cash flow.....	38
Andamento Cash flow .....	38
<b>Procedure operative di valutazione.....</b>	<b>40</b>
Valutazione con il metodo patrimoniale .....	40
Valutazione con i metodi redditali .....	44
Determinazione del reddito medio atteso .....	44

Determinazione del costo del capitale (Ke).....	44
Metodo della rendita a durata definita.....	44
Metodo della Rendita Perpetua .....	45
Metodo Reddituale Complesso .....	45
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale .....	46
Valutazione con il metodo finanziario.....	47
Valutazione con il Metodo <i>EVA</i> .....	50
Valore dell'azienda .....	50
<b>Conclusioni .....</b>	<b>51</b>

## Premessa

Il sottoscritto **Dott. Ugo Tagliareni**, nato a Palermo (PA) il 19.12.1980, C.F. TGLGUO80T19G273K, iscritto all'Albo di Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Palermo, sez. A con il n. 2138, nonché al Iscritto nel Registro Revisori Legali al n.167448 con D.M. 12/12/2012 – G.U. 2, 4^ serie speciale del 08/01/2013, nonché all'Albo dei Periti e all'Albo dei Consulenti Tecnici presso il Tribunale di Palermo, professionista esperto nell'ambito della consulenza aziendale, domiciliato presso il proprio studio in Palermo, Via Goethe n. 1, P.E.C.: ugo.tagliareni@pec.it, , (d'ora in poi "Perito") ha ricevuto incarico, in qualità di esperto nell'ambito della consulenza aziendale, dal Sig. [REDACTED]

**, in proprio e nella qualità di amministratore della “ [REDACTED] S.r.l.”, con sede in [REDACTED], p.iva: [REDACTED], mail: @ [REDACTED].it, a provvedere alla relazione di stima del capitale economico della Società medesima.**

La presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima 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.

## Finalità e oggetto dell'incarico

L'incarico è stato conferito ai fini della redazione della presente **perizia di valutazione d'azienda esercente attività di Camping & Village, comprese le relative attività propedeutiche, accessorie e strumentali svolte dalla stessa, ivi includendo l'effetto dei beni societari strumentali**, e della separata valutazione che viene fornita da Ing. professionista esterno dalla stessa incaricato, **dei beni personali del Sig. [REDACTED] utilizzati da detta società per la propria attività**, in particolare i terreni della **superficie di mq. 42.500** e fabbricati in piena proprietà allo stesso, censiti al catasto di Pollina (Pa), siti in Contrada [REDACTED] Snc, rispettivamente al Piano T-1 - S1 cat. D/2 al foglio 1, p.lla 229, sub 1, ed al Piano S1 - cat. D/1, al foglio 1, p.lla 229, sub 2, ed altri beni strumentali insistenti su tali terreni. Detti beni personali sono concessi in comodato gratuito alla società dal Sig. [REDACTED] con contratto di comodato del 01.01.2014 **(All. 1)**. Per quanto invece attiene l'azienda esercente attività di camping ed annesse autorizzazioni e assets, la stessa è stata acquistata con atto di cessione d'azienda del 30.12.2013 dalla "[REDACTED] e C. S.n.C. di [REDACTED]" **(All. 2)**.

## Documentazione esaminata

### Informazioni contabili e societarie

Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti la compagine sociale, l'attività svolta, ecc., nonché cenni storici della stessa

Contratto di comodato gratuito beni immobili stipulato col Sig. ██████████ il 01.01.2014 **(All. 1)**;

Atto di cessione d'azienda del 30.12.2013 dalla "██████████" e C. S.n.C. di ██████████ " **(All. 2)**;

Visura camerale storica CCIAA aggiornata al 25.10.2021 **(All. 3)**;

Autorizzazione Campeggio e Somministrazione Alimenti e Bevande 19.05.2010 **(All. 4)**;

Descrizione della situazione produttiva e organizzativa della società

Fascicoli di bilancio, regolarmente approvati, degli esercizi 2017, 2018, 2019, 2020 **(All. 5, 6, 7 e 8)**;

Estratto dei libri dei beni ammortizzabili al 30.07.2021 **(All. 9)**;

Visura protesti aggiornata al 25.10.2021 **(All. 10)**;

Visure catastali immobili ██████████ in comodato al 23.01.2021 **(All. 11)**;

Visure planimetriche immobili ██████████ in comodato al 23.01.2021 **(All. 12)**;

Perizia valutazione Ing. Pandolfo immobili in comodato dal Sig. ██████████ **3)**;

Risposta corretta Comune di Pollina debito fuori bilancio del 02.12.2020 **(All. 14)**.

## La Società

La [REDACTED] è una società di capitali costituita il 12/10/2005 ed attiva dal 19/05/2009 nel settore turistico, cod. ATECO 55.3, in particolare ha profuso in questi anni il suo impegno nella gestione del campeggio denominato “ [REDACTED] [REDACTED]” in C.da [REDACTED] [REDACTED] nel Comune di Pollina (PA), Frazione di Finale.

La società è Amministrata da un Amministratore Unico, Signor [REDACTED], ed è partecipata, al 33,34% dalla Signora [REDACTED], al 33,33% dalla Signora [REDACTED], al 33,33% dalla Signora [REDACTED]

Il Capitale sociale deliberato e sottoscritto è di euro 12.000,00 versato per euro 3.000,00 nelle percentuali sopra indicate. La società trae i suoi assets ed il proprio know-how, oltre alle autorizzazioni ed agli *intangibles*, da altra società di famiglia denominata [REDACTED] & C s.n.c., dapprima dal 2006 in affitto di azienda, in seguito acquistata nell'anno 2013.

Il [REDACTED] [REDACTED] è il camping ideale per chi vuole trascorrere una vacanza rilassante in un contesto tranquillo ed all'insegna del rispetto della natura e del paesaggio.

Situato in Sicilia, fra i monti del Parco Naturale delle Madonie, le acque cristalline del mar Tirreno e il centro storico di Cefalù, il [REDACTED] [REDACTED] è il posto ideale sia per chi vuole trascorrere un soggiorno di relax tra mare (o piscina), aperitivi e tramonti, sia per chi desidera visitare le località più caratteristiche dell'isola per scoprirne sapori e tradizioni, sempre all'insegna dello slow living.

## Attività svolta

La società offre svariati servizi accessori e strumentali alla primaria attività ricettiva, svolta in un'area di circa 42.500 mq prospiciente il mare e di immediato accesso dalla SS 113, articolati come segue. Oltre alle ampie piazzole riservate a chi viaggia in camper, caravan o tenda, con circa 84 piazzole per camper, oltre a quelle per caravan, dotate di ogni utile allaccio e servizio, piazzole per tende di varie dimensioni, per il soggiorno gli ospiti possono scegliere anche tra 13 bungalows e 25 mobile homes, completamente arredate. All'interno del [REDACTED], camping a 3 stelle e villaggio, è presente anche un campo da tennis, un campo da calcetto, un eccellente ristorante-pizzeria in cui è possibile assaporare piatti unici che esaltano gli antichi sapori grazie alla scelta di ingredienti genuini, freschi e soprattutto a km zero, in un ambiente ospitale e cordiale. Il menu è tipico della cucina siciliana e viene offerta una vasta scelta di pizze cotte nel forno a legna; viene inoltre prestata attenzione anche alla preparazione di piatti per gli ospiti che hanno intolleranze alimentari o seguono un'alimentazione vegana o vegetariana. Oltre all'ampia sala interna, il locale dispone anche di due terrazze esterne. All'interno della struttura è presente anche un bar con un'ampia selezione di "fast food siciliano", piadine, gustosissime granite e gelati artigianali. A corredo dei servizi offerti, è presente un'ampia piscina vista mare.

Inoltre, lo staff multilingue e qualificato nell'accoglienza turistica, che nel periodo estivo di massima affluenza ha visto impiegati fino a 25 dipendenti, è sempre attento alle esigenze dei singoli ospiti e li assiste ad esempio anche nell'organizzazione di escursioni, transfer e servizi di noleggio auto. Il [REDACTED] offre agli ospiti diversi servizi all'interno della struttura mentre nel vicinissimo paese di Finale di Pollina, facilmente raggiungibile anche a piedi, si trovano banca, ufficio postale, farmacia, guardia medica e stazione di servizio.

Al fine di fornire uno dei dati aggregati certamente più significativo per il settore turistico – alberghiero in cui opera la società, si riporta di seguito un prospetto che riepiloga le **presenze complessive degli ultimi 4 anni**:

<u>PRESENZE DAL 2017 AL 24/10/2021</u>
<b><u>APERTO TUTTO L'ANNO</u></b>
01/01/2017 - 31/12/2017 = 23.767
01/01/2018 - 31/12/2018 = 22.406
01/01/2019 - 31/12/2019 = 21.353
<b>2020 APERTURA PARZIALE - RESTRIZIONI COVID</b>
01/01/2020 - 04/11/2020 = 8.814
<b>2021 APERTURA STAGIONALE</b>
01/05/2021 - 24/10/2021 = 10.692

# Metodologia di valutazione

La determinazione del valore del capitale economico dell'azienda ██████████ S.R.L. è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economica. Nello specifico, si sono adottati i seguenti modelli: Metodo Patrimoniale Semplice, Metodi Redditali (Metodo della Rendita a Durata Definita, Metodo della Rendita Perpetua, Metodo Reddituale Complesso), Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale della Stima dell'Avviamento, Metodo Finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF), Metodo EVA (*Economic Value Added*).

I risultati delle varie metodologie saranno in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e previsioni economico-finanziarie, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

L'applicazione di tecniche diversificate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

L'analisi è stata condotta sulla base dei dati consuntivi del periodo 2017-2019 e del piano finanziario previsionale per gli anni 2020-2024.

## Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di *due diligence*, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);
- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie, possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto  $K'$  che esprimerà il valore dell'azienda.

## Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente redditali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore  $W$  dell'azienda è funzione del reddito  $R$ , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da  $R$ ) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity  $K_e$  si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico  $R$  e il costo del capitale proprio  $K_e$ , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio  $K_e$ .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a  $R$  per un arco temporale limitato di  $n$  anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio  $K_e$ . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a  $R$  e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio  $R$  ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito  $R_t$  per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di  $n$  anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio  $K_e$  sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito  $R$  e tasso  $K_e$  il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni  $n$ . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da  $R$ ) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

## Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il Metodo della stima autonoma dell'avviamento, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

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

Dove:

**$K'$**  valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

**$a_{n|K_e}$**  fattore di attualizzazione, dove:

**$n$**  numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

**$K_e$**  costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

**$R$**  reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato  $K'$  un termine che esprime il sovrareddito  $(R - K_e \cdot K')$ , attualizzato ad un tasso  $K_e$ , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da  $K'$  moltiplicato per  $K_e$ ).

$K_e$  è al solito calcolabile tramite il *CAPM*.

## Metodo Finanziario

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale di un'azienda corrisponda alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati ad un tasso idoneo (*Discounted Cash Flow Method*); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (*Net Present Value*) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate dai finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del *Nopat*, ovvero considerare le cosiddette *imposte figurative* che esprimono la quota di imposta, imputabile al solo risultato operativo, che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che la proiezione si allontana nel tempo, nella prassi viene adottata solitamente la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale — in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 5 anni — al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto valore terminale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV} - g)(1 + WACC_{n+1})^{n+1}}$$

da cui il valore dell'azienda:

$$W = EV - \text{Posizione Finanziaria Netta} + \text{Surplus Assets}$$

**EV** *Enterprise Value*, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

**FCFF** *Free Cash Flow for the Firm*, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

**WACC<sub>t</sub>** *Weighted Average Cost of Capital*: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

**g** è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica;

**FCFF<sub>n</sub>(1 + g)** rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da *g*.

Il WACC è dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, costo quest'ultimo da intendersi al netto dell'effetto di risparmio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'Equity ed il valore del debito si ha pertanto:

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

ove:

**E** è il valore corrente del capitale proprio;

**D** è il valore corrente del capitale di debito;

**K<sub>e</sub>** è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

**K<sub>d</sub>** è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

**t** è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

$r_f$  rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$  rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

$\beta$  è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato;

In maniera analoga, il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$K_d = r_{d_f} + spread$$

Una volta valutato il costo del capitale, i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione derivano dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono incerte le stime sulle decisioni che verranno assunte dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow*, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

**Risultato operativo (Ebit)**

- imposte sul risultato operativo (figurative)

= **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (Nopat)**

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Free Cash Flow for the Firm (FCFF)**

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il WACC (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato, prevede la stima puntuale del WACC su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo al relativo tasso vigente nel periodo.

Particolare complessità riveste inoltre la determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.

## Metodo EVA (Economic Value Added)

Il metodo dell'*Economic Value Added*, diffuso nella pratica aziendalistica soprattutto a partire dalla fine degli anni '90, è in sostanza una tecnica di valutazione mista che presuppone la stima in un certo orizzonte previsionale di flussi così concepiti:

$$EVA = (ROIC - WACC) * Capitale investito netto$$

dove:

**ROIC:** *Return on Invested Capital* = Nopat/Capitale investito netto

**WACC:** *Weighted Average Cost of Capital*

Alla base del metodo vi è quindi la valutazione di flussi di extra-valore dati dalla differenza tra il rendimento del capitale investito ed il suo costo complessivo, espresso tenendo conto sia delle fonti di capitale proprio che del capitale di debito. In termini operativi, occorre partire da un piano finanziario previsionale che quantifichi l'andamento atteso dell'Ebit in un certo orizzonte temporale, ricavare da questo il Nopat (*Net Operating Profit After Taxes*) e rapportarlo al Capitale investito netto per ottenere il ROIC. Una volta stimati i flussi di EVA nel periodo previsionale preso in considerazione occorre stimare il valore terminale dell'EVA e successivamente procedere all'attualizzazione di tali flussi al WACC.

Ora, per giungere ad una valutazione complessiva del valore dell'azienda, a tali componenti va sommato il valore corrente del capitale investito tenendo conto inoltre di opportune correzioni legate ai seguenti fattori: Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, attività non operative, eventuali aumenti di capitale e distribuzione di dividendi. Si procede quindi come segue:

### **Valore attuale EVA (anni previsionali)**

- + Valore terminale EVA
- + Capitale Investito iniziale
- Posizione Finanziaria Netta
- Altre Attività non Operative
- + Aumento di Capitale
- Dividendo
- = Valore dell'azienda**

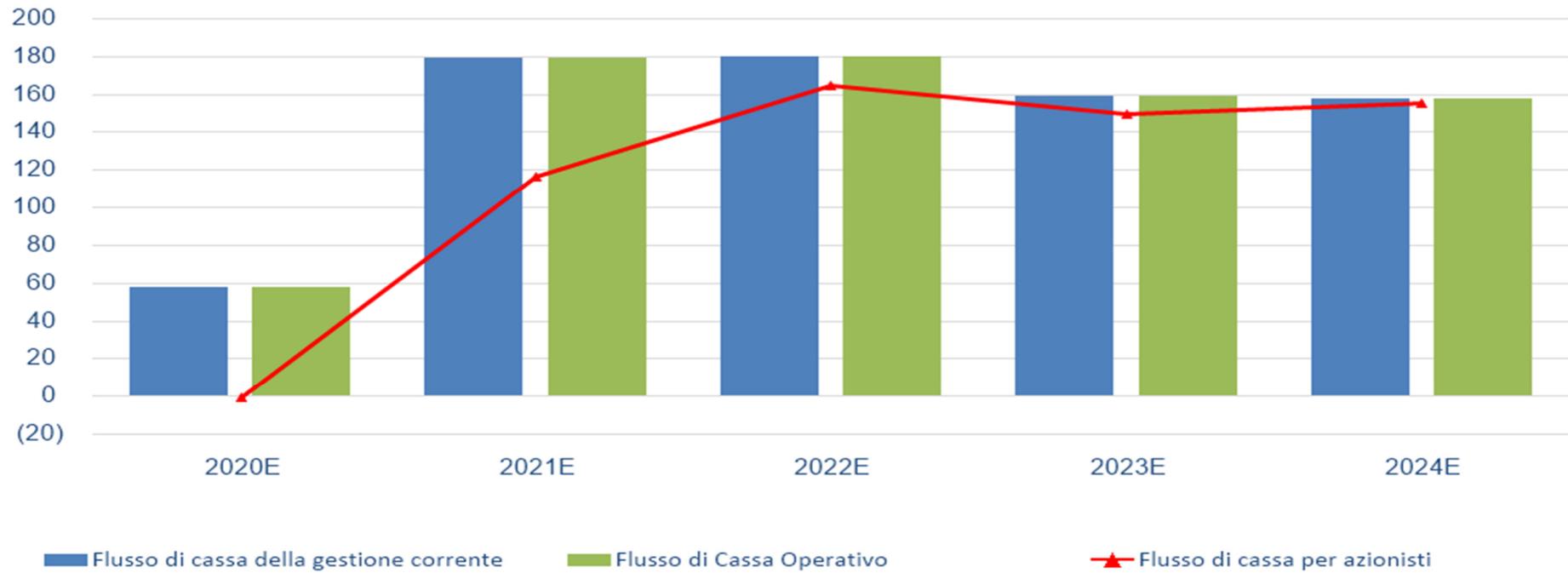
# Piano previsionale

## Financial Highlights

Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
Flusso di cassa operativo lordo	148	151	155	156	146
Variazione CCN	(90)	28	25	3	11
Flusso di cassa della gestione corrente	58	179	180	159	158
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	<b>58</b>	<b>179</b>	<b>180</b>	<b>159</b>	<b>158</b>
Flusso di Cassa al servizio del debito	57	179	180	159	158
Flusso di cassa per azionisti	(1)	117	164	150	155
Flusso di cassa netto	(1)	117	164	150	155

Il rendiconto finanziario utilizzato per l'analisi è quello dei flussi di liquidità che determina, nella fattispecie, il Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (detto anche Unlevered Free Cash Flow o Free Cash Flow to the Firm). Tale flusso corrisponde al Flusso di cassa operativo, ovvero quello che scaturisce dalla gestione caratteristica dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolare tale flusso occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili. Iniziamo la nostra analisi con il primo flusso di cassa detto operativo lordo dato dalla somma del NOPAT con i costi non monetari per eccellenza ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti. Nell'ultimo bilancio approvato, relativo all'esercizio 2019, il flusso di cassa operativo lordo è positivo ed è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 175,70% attestandosi a € 132.849.

Continuiamo la nostra analisi con il flusso di cassa della gestione corrente che, dopo quello operativo lordo, è l'indicatore più importante della performance finanziaria di un'azienda. Esso comprende tutte le operazioni che costituiscono le attività tipiche dell'azienda che presentano il carattere di continua ripetitività nel tempo. Nell'esercizio 2019 il flusso di cassa della gestione corrente è positivo ovvero le entrate monetarie risultano maggiori delle uscite monetarie ma è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 30,14% attestandosi a € 92.383. Questa differenza rappresenta risorse che possono essere impiegate per il fabbisogno generato dall'altro flusso che attiene l'area degli investimenti in immobilizzazioni necessarie per un eventuale sviluppo aziendale. Arriviamo al flusso di cassa operativo che rappresenta il flusso di cassa al lordo degli oneri finanziari e dei benefici fiscali derivanti da questi ultimi. Misura la liquidità generata dalla gestione aziendale per tutti gli investitori aziendali (azionisti e finanziatori) al netto delle spese non cash, delle variazioni del circolante non cash e delle necessità di investimento/reinvestimento. Un flusso positivo genera liquidità disponibile per essere utilizzata per effettuare pagamenti del debito (interessi passivi e restituzione sorta capitale) e del patrimonio netto (dividendi e riacquisto di azioni proprie). Un flusso di cassa negativo implica che l'impresa deve affrontare un deficit di cassa che deve essere coperto da nuova immissione di Equity o attraverso l'apporto di ulteriore debito. Nell'esercizio 2019 il flusso di cassa operativo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente, del 223,59% attestandosi a € 75.051. Una grossa importanza riveste il flusso di cassa al servizio del debito che è rappresentato dal flusso di cassa operativo al netto degli oneri straordinari e degli oneri finanziari aggiustato per tenere conto del beneficio della deducibilità di quest'ultimi e destinato al rimborso delle rate dei debiti a medio e lungo termine contratti per la realizzazione dei progetti aziendali. Nell'esercizio 2019 il flusso di cassa al servizio del debito è pari a € 72.154 e risulta sufficiente a rimborsare le risorse ottenute dai finanziatori. Nell'esercizio previsionale 2021E il flusso di cassa operativo lordo si è mantenuto sostanzialmente costante rispetto all'esercizio precedente, attestandosi a € 150.744. Continuando la nostra analisi dei flussi nell'anno previsionale si evidenzia che il flusso di cassa della gestione corrente è positivo ovvero le entrate monetarie risultano maggiori delle uscite monetarie ed è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 210,50% attestandosi a € 179.157. Questa differenza rappresenta risorse che possono essere impiegate per il fabbisogno generato dall'altro flusso che attiene l'area degli investimenti in immobilizzazioni necessarie per un eventuale sviluppo aziendale. Nell'esercizio 2021E il flusso di cassa operativo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente, del 210,50% attestandosi a € 179.157 mentre il flusso di cassa al servizio del debito è pari a € 179.141 e risulta sufficiente a rimborsare le risorse ottenute dai finanziatori.



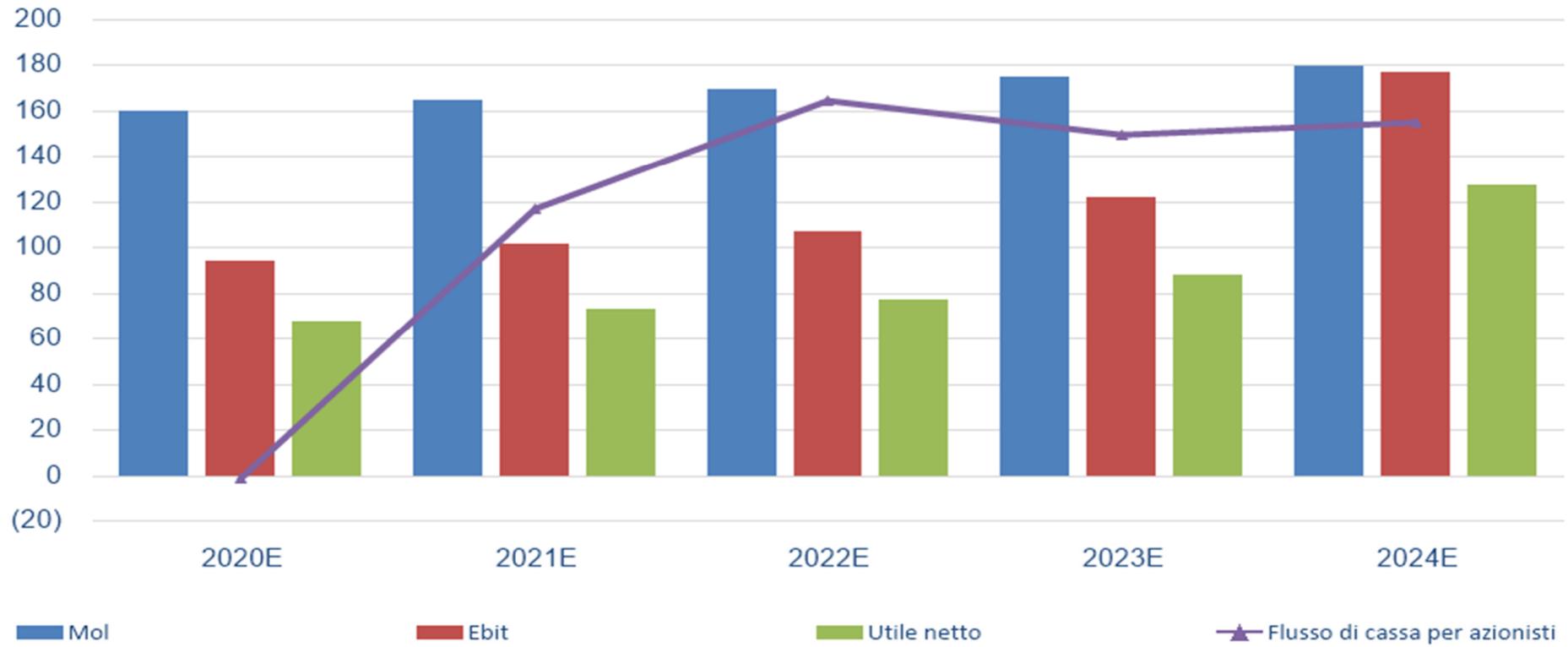
## Dati economici

Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
<b>Ricavi delle vendite</b>	<b>752</b>	<b>774</b>	<b>797</b>	<b>821</b>	<b>846</b>
VdP	752	774	797	821	846
Mol	160	165	170	175	180
<b>Ebit</b>	<b>94</b>	<b>102</b>	<b>107</b>	<b>122</b>	<b>177</b>
Ebt	93	101	107	122	177
Utile netto	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>128</b>
<i>Dividendi</i>	0	0	0	0	0
Vendite change (%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Mol change (%)	<b>-2,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>
Ebit change (%)	-2,7%	7,8%	5,3%	13,8%	45,6%
<b>Mol margin (%)</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,3%</b>
<b>Ebit margin (%)</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,8%</b>	<b>20,9%</b>

Nell'ultimo bilancio approvato relativo all'esercizio 2019, il fatturato è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 22,80% attestandosi a € 729.694, il Margine operativo lordo MOL è aumentato del 315,70% attestandosi a € 164.522 con un'incidenza sui ricavi del 22,55% mentre l'EBIT è aumentato del 335,24% risultando pari a € 96.771 con un'incidenza sui ricavi del 13,26%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI un incremento del 15,48% attestandosi al 20,34%, per il ROE un incremento del 23,61% attestandosi al 62,44% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS si registra un incremento del 9,52% attestandosi al 13,26%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di 13,05, denota una situazione di equilibrio finanziario, il reddito generato dalla gestione caratteristica è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. Nel valutare l'incidenza sui ricavi di alcune delle tipiche voci di costo, si rileva che tre dei quattro indicatori calcolati risultano in diminuzione rispetto all'anno precedente, segnalando dunque un miglioramento dell'efficienza di costo dell'azienda, perlomeno in relazione alle voci alle quali si riferiscono, mentre uno di questi si mantiene sostanzialmente in linea con l'anno precedente. Nello specifico, i tre parametri in miglioramento sono

l'incidenza dei costi per l'acquisto di materie prime, che risulta pari a 22,02% e fa segnare un calo di 6,00 punti percentuali rispetto al precedente esercizio, l'incidenza del costo del lavoro, pari invece a 0,34, in diminuzione a sua volta di 7,66 punti ed infine l'incidenza dei costi per il godimento di beni di terzi, pari a 2,93% e diminuita di 1,55 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Al contrario, l'unica incidenza in linea con il dato dell'esercizio precedente è quella relativa ai costi per l'acquisto di servizi, pari a 18,73%. L'analisi effettuata rileva dunque un complessivo miglioramento dell'azienda in termini di efficienza di costo rispetto alla sua capacità di generare ricavi. Gli oneri finanziari sono diminuiti, rispetto all'esercizio precedente, del 10,00% attestandosi a € 7.418 con un'incidenza sui ricavi del 1,02%. L'utile netto è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 328,14% attestandosi a € 48.594.

Come si evince dalla tabella di confronto tra l'utile e il flusso di cassa a servizio degli azionisti relativi all'ultimo bilancio approvato 2019 la gestione aziendale ha comportato sia un utile economico che un surplus finanziario. Questo dà la possibilità di poter distribuire dividendi utilizzando le risorse proprie dell'azienda oppure utilizzare tale surplus sia per investimenti futuri sia come tesoretto per eventuali future esigenze finanziarie imprevedute evitando così il ricorso a ulteriori mezzi di terzi ed al conseguente pagamento di oneri finanziari. Analizzando il bilancio previsionale relativo all'esercizio previsionale 2021E, notiamo che il fatturato è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 3,00% attestandosi a € 774.132, il MOL è aumentato del 3,00% attestandosi a € 164.630 con un'incidenza sui ricavi del 21,27% mentre l'EBIT è aumentato del 7,80% risultando pari a € 101.501 con un'incidenza sui ricavi del 13,11%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI un incremento del 1,68% attestandosi al 26,56%, per il ROE una diminuzione del 12,87% attestandosi al 33,51% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS una diminuzione del 0,73% attestandosi al 12,53%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di 4957,43, denota una situazione di equilibrio finanziario, il reddito generato dalla gestione caratteristica è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. L'incidenza degli acquisti sul fatturato registra una sostanziale stabilità rispetto all'esercizio precedente, così come l'incidenza del costo per servizi sul fatturato. Infine, anche l'incidenza del costo del godimento dei beni di terzi sul fatturato risulta stabile rispetto all'esercizio precedente così come l'incidenza del costo del lavoro sui ricavi. Gli oneri finanziari sono diminuiti, rispetto all'esercizio precedente, del 97,21% attestandosi a € 20 con un'incidenza sui ricavi del 0,00%. L'utile netto è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 8,67% attestandosi a € 73.167.



## Dati patrimoniali

Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
Immobilizzi materiali netti	184	121	58	5	2
Immobilizzi immateriali netti	108	108	108	108	108
Immobilizzi finanziari	3	3	3	3	3
Immobilizzi commerciali	0	0	0	0	0
<b>TOTALE ATTIVO A LUNGO</b>	<b>294</b>	<b>231</b>	<b>169</b>	<b>116</b>	<b>113</b>
Rimanenze	1	1	1	1	1
Liquidità differite	76	26	0	0	0
<b>Liquidità immediate</b>	<b>7</b>	<b>124</b>	<b>288</b>	<b>438</b>	<b>593</b>
<b>TOTALE ATTIVO A BREVE</b>	<b>84</b>	<b>151</b>	<b>289</b>	<b>439</b>	<b>594</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>378</b>	<b>382</b>	<b>458</b>	<b>554</b>	<b>707</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>145</b>	<b>218</b>	<b>295</b>	<b>383</b>	<b>511</b>
Fondi per rischi e oneri	0	0	0	0	0
Trattamento di fine rapporto	14	28	43	59	74
TOTALE DEBITI A LUNGO	142	141	147	160	176
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	288	360	442	543	686
TOTALE DEBITI A BREVE	91	22	15	12	21
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>378</b>	<b>382</b>	<b>458</b>	<b>554</b>	<b>707</b>

**Ratios**

<b>Anni</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
ROE	46,4%	33,5%	26,1%	22,9%	25,0%
ROI	24,9%	26,6%	23,3%	21,9%	25,0%
Of/Mol	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ebit/Of	12838,5%	495743,4%	NO OF	NO OF	NO OF
Pfn/Mol	51,6%	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT
Pfn/Pn	56,9%	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT
Pfn/Ricavi	11,0%	-12,5%	-34,7%	-53,0%	-70,1%

# Stato Patrimoniale Riclassificato

## Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

Anni	2020E		2021E		2022E		2023E		2024E	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
<b>Immobilizzi materiali netti</b>	184.178	48,7%	121.049	31,7%	58.338	12,7%	5.276	1,0%	2.369	0,3%
<b>Immobilizzi immateriali netti</b>	107.531	28,4%	107.531	28,1%	107.531	23,5%	107.531	19,4%	107.531	15,2%
<b>Immobilizzi finanziari</b>	2.758	0,7%	2.758	0,7%	2.758	0,6%	2.758	0,5%	2.758	0,4%
<b>Immobilizzi commerciali</b>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTALE ATTIVO A LUNGO</b>	<b>294.467</b>	<b>77,8%</b>	<b>231.338</b>	<b>60,5%</b>	<b>168.627</b>	<b>36,8%</b>	<b>115.565</b>	<b>20,8%</b>	<b>112.658</b>	<b>15,9%</b>
<b>Rimanenze</b>	<b>989</b>	<b>0,3%</b>	<b>989</b>	<b>0,3%</b>	<b>989</b>	<b>0,2%</b>	<b>989</b>	<b>0,2%</b>	<b>989</b>	<b>0,1%</b>
Crediti commerciali a breve	40.000	10,6%	20.000	5,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
- Fondo svalutazione crediti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti comm. a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti a breve	34.054	9,0%	6.000	1,6%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ratei e risconti	2.000	0,5%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Liquidità differite</b>	<b>76.054</b>	<b>20,1%</b>	<b>26.000</b>	<b>6,8%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
Attività finanziarie a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Cassa, Banche e c/c postali	6.825	1,8%	123.785	32,4%	288.284	63,0%	437.932	79,0%	593.150	83,9%
<b>Liquidità immediate</b>	<b>6.825</b>	<b>1,8%</b>	<b>123.785</b>	<b>32,4%</b>	<b>288.284</b>	<b>63,0%</b>	<b>437.932</b>	<b>79,0%</b>	<b>593.150</b>	<b>83,9%</b>
<b>TOTALE ATTIVO A BREVE</b>	<b>83.868</b>	<b>22,2%</b>	<b>150.774</b>	<b>39,5%</b>	<b>289.273</b>	<b>63,2%</b>	<b>438.921</b>	<b>79,2%</b>	<b>594.139</b>	<b>84,1%</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>378.334</b>	<b>100,0%</b>	<b>382.112</b>	<b>100,0%</b>	<b>457.900</b>	<b>100,0%</b>	<b>554.485</b>	<b>100,0%</b>	<b>706.797</b>	<b>100,0%</b>
<b>Patrimonio netto</b>	145.149	38,4%	218.316	57,1%	295.360	64,5%	383.029	69,1%	510.638	72,3%
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Trattamento di fine rapporto</b>	14.012	3,7%	28.445	7,4%	43.311	9,5%	58.623	10,6%	74.394	10,5%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	27.189	7,2%	11.664	3,1%	2.520	0,6%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

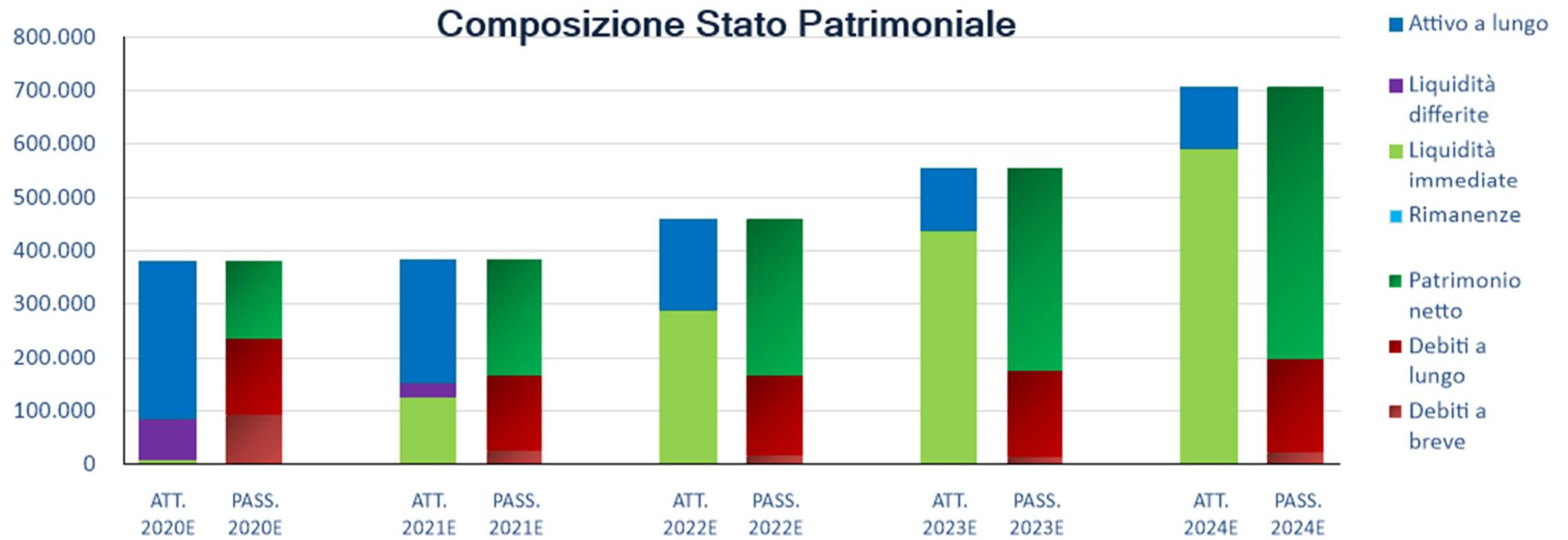
Debiti commerciali a lungo v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a lungo v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a lungo termine	101.215	26,8%	101.215	26,5%	101.215	22,1%	101.215	18,3%	101.215	14,3%
<b>TOTALE DEBITI A LUNGO</b>	<b>142.416</b>	<b>37,6%</b>	<b>141.324</b>	<b>37,0%</b>	<b>147.046</b>	<b>32,1%</b>	<b>159.838</b>	<b>28,8%</b>	<b>175.609</b>	<b>24,9%</b>
<b>TOTALE DEBITI A LUNGO + PN</b>	<b>287.566</b>	<b>76,0%</b>	<b>359.640</b>	<b>94,1%</b>	<b>442.406</b>	<b>96,6%</b>	<b>542.867</b>	<b>97,9%</b>	<b>686.247</b>	<b>97,1%</b>
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche entro i 12 mesi	62.180	16,4%	15.525	4,1%	9.144	2,0%	2.520	0,5%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve termine	20.000	5,3%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a breve termine	8.588	2,3%	6.947	1,8%	6.350	1,4%	9.098	1,6%	20.551	2,9%
<b>TOTALE DEBITI A BREVE</b>	<b>90.769</b>	<b>24,0%</b>	<b>22.472</b>	<b>5,9%</b>	<b>15.494</b>	<b>3,4%</b>	<b>11.618</b>	<b>2,1%</b>	<b>20.551</b>	<b>2,9%</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>378.334</b>	<b>100,0%</b>	<b>382.112</b>	<b>100,0%</b>	<b>457.900</b>	<b>100,0%</b>	<b>554.485</b>	<b>100,0%</b>	<b>706.797</b>	<b>100,0%</b>

## Stato Patrimoniale gestionale

Anni	2020E		2021E		2022E		2023E		2024E	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzazioni immateriali	107.531	47,2%	107.531	88,3%	107.531	573,8%	107.531	-205,3%	107.531	-130,3%
Immobilizzazioni materiali	184.178	80,9%	121.049	99,4%	58.338	311,3%	5.276	-10,1%	2.369	-2,9%
Immobilizzazioni finanziarie	2.758	1,2%	2.758	2,3%	2.758	14,7%	2.758	-5,3%	2.758	-3,3%
<b>ATTIVO FISSO NETTO</b>	<b>294.467</b>	<b>129,3%</b>	<b>231.338</b>	<b>190,1%</b>	<b>168.627</b>	<b>899,8%</b>	<b>115.565</b>	<b>-220,6%</b>	<b>112.658</b>	<b>-136,5%</b>
Rimanenze	989	0,4%	989	0,8%	989	5,3%	989	-1,9%	989	-1,2%
Crediti netti v/clienti	40.000	17,6%	20.000	16,4%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti operativi	34.054	15,0%	6.000	4,9%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ratei e risconti attivi	2.000	0,9%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Debiti v/fornitori)	(20.000)	-8,8%	0	0,0%	0	0,0%	(0)	0,0%	(0)	0,0%
(Debiti v/collegate-control-controll)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Altri debiti operativi)	(8.588)	-3,8%	(6.947)	-5,7%	(6.350)	-33,9%	(9.098)	17,4%	(20.551)	24,9%
(Ratei e risconti passivi)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>ATTIVO CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO</b>	<b>48.455</b>	<b>21,3%</b>	<b>20.042</b>	<b>16,5%</b>	<b>-5.361</b>	<b>-28,6%</b>	<b>-8.109</b>	<b>15,5%</b>	<b>-19.562</b>	<b>23,7%</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>342.921</b>	<b>150,6%</b>	<b>251.379</b>	<b>206,5%</b>	<b>163.266</b>	<b>871,2%</b>	<b>107.455</b>	<b>-205,1%</b>	<b>93.096</b>	<b>-112,8%</b>
(Fondo tfr)	(14.012)	-6,2%	(28.445)	-23,4%	(43.311)	-231,1%	(58.623)	111,9%	(74.394)	90,2%
(Altri fondi)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Passività operative non correnti)	(101.215)	-44,5%	(101.215)	-83,2%	(101.215)	-540,1%	(101.215)	193,2%	(101.215)	122,7%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>227.694</b>	<b>100,0%</b>	<b>121.719</b>	<b>100,0%</b>	<b>18.740</b>	<b>100,0%</b>	<b>(52.382)</b>	<b>100,0%</b>	<b>(82.513)</b>	<b>100,0%</b>
Debiti v/banche a breve termine	62.180	27,3%	15.525	12,8%	9.144	48,8%	2.520	-4,8%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a lungo termine	27.189	11,9%	11.664	9,6%	2.520	13,4%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Finanziamento soci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti Leasing	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Crediti finanziari)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Cassa e banche c/c)	(6.825)	-3,0%	(123.785)	-101,7%	(288.284)	-1538,3%	(437.932)	836,0%	(593.150)	718,9%
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO</b>	<b>82.545</b>	<b>36,3%</b>	<b>(96.596)</b>	<b>-79,4%</b>	<b>(276.620)</b>	<b>-1476,1%</b>	<b>(435.412)</b>	<b>831,2%</b>	<b>(593.150)</b>	<b>718,9%</b>
Capitale sociale	12.000	5,3%	12.000	9,9%	12.000	64,0%	12.000	-22,9%	12.000	-14,5%
Riserve	5.341	2,3%	5.341	4,4%	5.341	28,5%	5.341	-10,2%	5.341	-6,5%
Utile/(perdita)	127.808	56,1%	200.975	165,1%	278.019	1483,5%	365.688	-698,1%	493.297	-597,8%
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>145.149</b>	<b>63,7%</b>	<b>218.316</b>	<b>179,4%</b>	<b>295.360</b>	<b>1576,1%</b>	<b>383.029</b>	<b>-731,2%</b>	<b>510.638</b>	<b>-618,9%</b>
<b>FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>227.694</b>	<b>100,0%</b>	<b>121.719</b>	<b>100,0%</b>	<b>18.740</b>	<b>100,0%</b>	<b>(52.382)</b>	<b>100,0%</b>	<b>(82.513)</b>	<b>100,0%</b>

## Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

Anni	2020E		2021E		2022E		2023E		2024E	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzi materiali netti	184.178	48,7%	121.049	31,7%	58.338	12,7%	5.276	1,0%	2.369	0,3%
Immobilizzi immateriali netti	107.531	28,4%	107.531	28,1%	107.531	23,5%	107.531	19,4%	107.531	15,2%
Immobilizzi finanziari	2.758	0,7%	2.758	0,7%	2.758	0,6%	2.758	0,5%	2.758	0,4%
Immobilizzi commerciali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTALE ATTIVO A LUNGO</b>	<b>294.467</b>	<b>77,8%</b>	<b>231.338</b>	<b>60,5%</b>	<b>168.627</b>	<b>36,8%</b>	<b>115.565</b>	<b>20,8%</b>	<b>112.658</b>	<b>15,9%</b>
Magazzino	989	0,3%	989	0,3%	989	0,2%	989	0,2%	989	0,1%
Liquidità differite	76.054	20,1%	26.000	6,8%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Liquidità immediate	6.825	1,8%	123.785	32,4%	288.284	63,0%	437.932	79,0%	593.150	83,9%
<b>TOTALE ATTIVO A BREVE</b>	<b>83.868</b>	<b>22,2%</b>	<b>150.774</b>	<b>39,5%</b>	<b>289.273</b>	<b>63,2%</b>	<b>438.921</b>	<b>79,2%</b>	<b>594.139</b>	<b>84,1%</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>378.334</b>	<b>100,0%</b>	<b>382.112</b>	<b>100,0%</b>	<b>457.900</b>	<b>100,0%</b>	<b>554.485</b>	<b>100,0%</b>	<b>706.797</b>	<b>100,0%</b>
Patrimonio netto	145.149	38,4%	218.316	57,1%	295.360	64,5%	383.029	69,1%	510.638	72,2%
Fondi per rischi e oneri	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Trattamento di fine rapporto	14.012	3,7%	28.445	7,4%	43.311	9,5%	58.623	10,6%	74.394	10,5%
<b>TOTALE DEBITI A LUNGO</b>	<b>142.416</b>	<b>37,6%</b>	<b>141.324</b>	<b>37,0%</b>	<b>147.046</b>	<b>32,1%</b>	<b>159.838</b>	<b>28,8%</b>	<b>175.609</b>	<b>24,8%</b>
<b>TOTALE DEBITI A LUNGO + PN</b>	<b>287.566</b>	<b>76,0%</b>	<b>359.640</b>	<b>94,1%</b>	<b>442.406</b>	<b>96,6%</b>	<b>542.867</b>	<b>97,9%</b>	<b>686.247</b>	<b>97,1%</b>
<b>TOTALE DEBITI A BREVE</b>	<b>90.769</b>	<b>24,0%</b>	<b>22.472</b>	<b>5,9%</b>	<b>15.494</b>	<b>3,4%</b>	<b>11.618</b>	<b>2,1%</b>	<b>20.551</b>	<b>2,9%</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>378.334</b>	<b>100,0%</b>	<b>382.112</b>	<b>100,0%</b>	<b>457.900</b>	<b>100,0%</b>	<b>554.485</b>	<b>100,0%</b>	<b>706.797</b>	<b>100,0%</b>



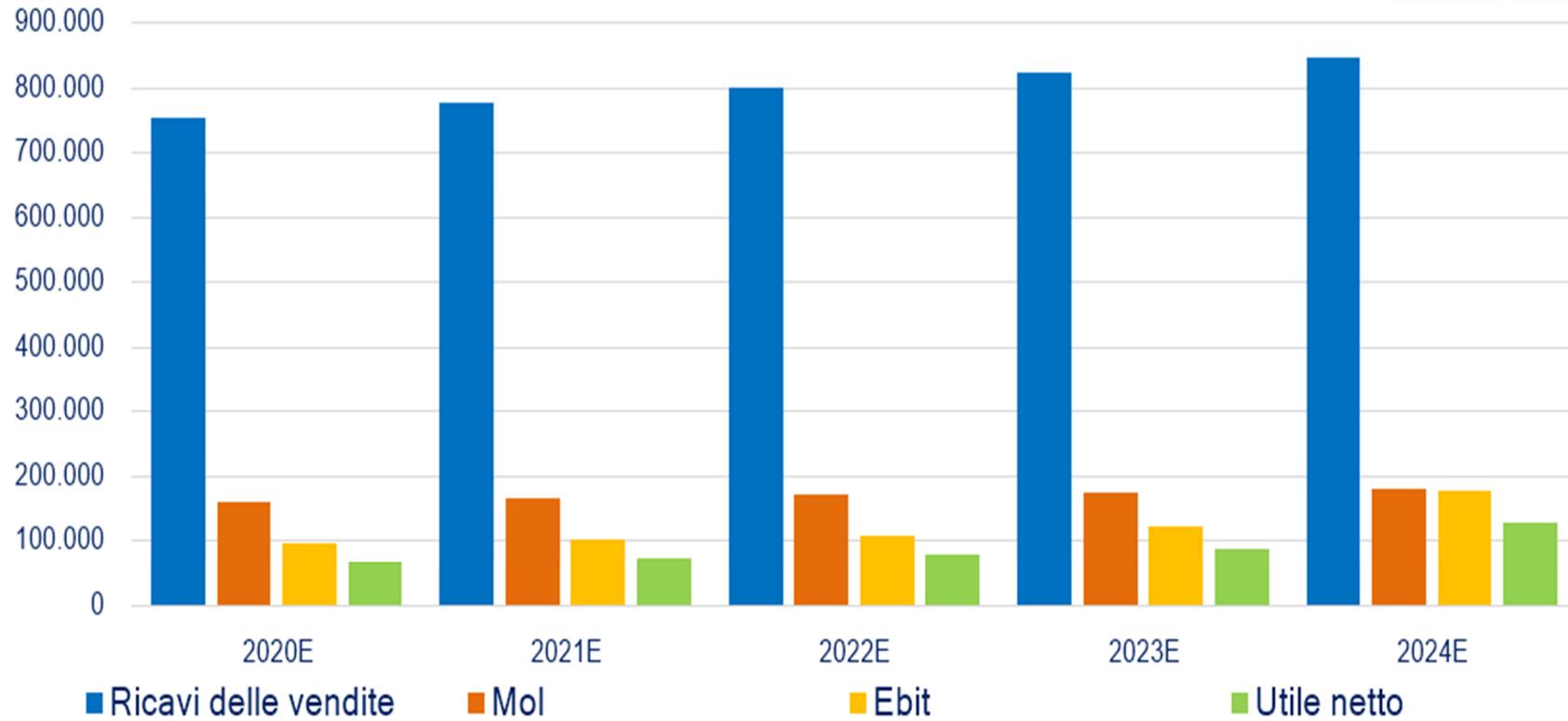
# Conto Economico Riclassificato

## Conto Economico a valore aggiunto

Anni	2020E		2021E		2022E		2023E		2024E	
	€'	% ricavi								
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	751.585	100,0%	774.132	100,0%	797.356	100,0%	821.277	100,0%	845.915	100,0%
(+/-) Variazione delle rimanenze prodotti finiti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Costi capitalizzati	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Valore della produzione operativa</b>	<b>751.585</b>	<b>100,0%</b>	<b>774.132</b>	<b>100,0%</b>	<b>797.356</b>	<b>100,0%</b>	<b>821.277</b>	<b>100,0%</b>	<b>845.915</b>	<b>100,0%</b>
(-) Acquisti di merci	(165.499)	-22,0%	(170.464)	-22,0%	(175.578)	-22,0%	(180.845)	-22,0%	(186.271)	-22,0%
(-) Acquisti di servizi	(140.772)	-18,7%	(144.995)	-18,7%	(149.345)	-18,7%	(153.825)	-18,7%	(158.440)	-18,7%
(-) Godimento beni di terzi	(22.021)	-2,9%	(22.682)	-2,9%	(23.363)	-2,9%	(24.063)	-2,9%	(24.785)	-2,9%
(-) Oneri diversi di gestione	(7.741)	-1,0%	(7.974)	-1,0%	(8.213)	-1,0%	(8.459)	-1,0%	(8.713)	-1,0%
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Costi della produzione</b>	<b>(336.034)</b>	<b>-44,7%</b>	<b>(346.115)</b>	<b>-44,7%</b>	<b>(356.498)</b>	<b>-44,7%</b>	<b>(367.193)</b>	<b>-44,7%</b>	<b>(378.209)</b>	<b>-44,7%</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>415.551</b>	<b>55,3%</b>	<b>428.018</b>	<b>55,3%</b>	<b>440.858</b>	<b>55,3%</b>	<b>454.084</b>	<b>55,3%</b>	<b>467.707</b>	<b>55,3%</b>
(-) Costi del personale	(255.717)	-34,0%	(263.388)	-34,0%	(271.290)	-34,0%	(279.428)	-34,0%	(287.811)	-34,0%
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)</b>	<b>159.835</b>	<b>21,3%</b>	<b>164.630</b>	<b>21,3%</b>	<b>169.569</b>	<b>21,3%</b>	<b>174.656</b>	<b>21,3%</b>	<b>179.895</b>	<b>21,3%</b>
(-) Ammortamenti	(65.677)	-8,7%	(63.129)	-8,2%	(62.711)	-7,9%	(53.062)	-6,5%	(2.907)	-0,3%
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>RISULTATO OPERATIVO (EBIT)</b>	<b>94.157</b>	<b>12,5%</b>	<b>101.501</b>	<b>13,1%</b>	<b>106.858</b>	<b>13,4%</b>	<b>121.593</b>	<b>14,8%</b>	<b>176.989</b>	<b>20,9%</b>
(-) Oneri finanziari	(733)	-0,1%	(20)	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Proventi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Saldo gestione finanziaria</b>	<b>(733)</b>	<b>-0,1%</b>	<b>(20)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Saldo altri ricavi e costi non operativi</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>								
<b>RISULTATO PRIMA IMPOSTE</b>	<b>93.424</b>	<b>12,4%</b>	<b>101.480</b>	<b>13,1%</b>	<b>106.858</b>	<b>13,4%</b>	<b>121.593</b>	<b>14,8%</b>	<b>176.989</b>	<b>20,9%</b>
(-) Imposte sul reddito	(26.094)	-3,5%	(28.314)	-3,7%	(29.813)	-3,7%	(33.925)	-4,1%	(49.380)	-5,8%
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>67.330</b>	<b>9,0%</b>	<b>73.167</b>	<b>9,5%</b>	<b>77.045</b>	<b>9,7%</b>	<b>87.669</b>	<b>10,7%</b>	<b>127.609</b>	<b>15,1%</b>

## Analisi principali dati economici

Anni	2020E		2021E		2022E		2023E		2024E	
	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'	change %
Ricavi delle vendite	751.585	-	774.132	3,0%	797.356	3,0%	821.277	3,0%	845.915	3,0%
VdP	751.585	-	774.132	3,0%	797.356	3,0%	821.277	3,0%	845.915	3,0%
Mol	159.835	-	164.630	3,0%	169.569	3,0%	174.656	3,0%	179.895	3,0%
Ebit	94.157	-	101.501	7,8%	106.858	5,3%	121.593	13,8%	176.989	45,6%
Ebt	93.424	-	101.480	8,6%	106.858	5,3%	121.593	13,8%	176.989	45,6%
<b>Utile netto</b>	<b>67.330</b>	-	<b>73.167</b>	<b>8,7%</b>	<b>77.045</b>	<b>5,3%</b>	<b>87.669</b>	<b>13,8%</b>	<b>127.609</b>	<b>45,6%</b>



## Rendiconto Finanziario

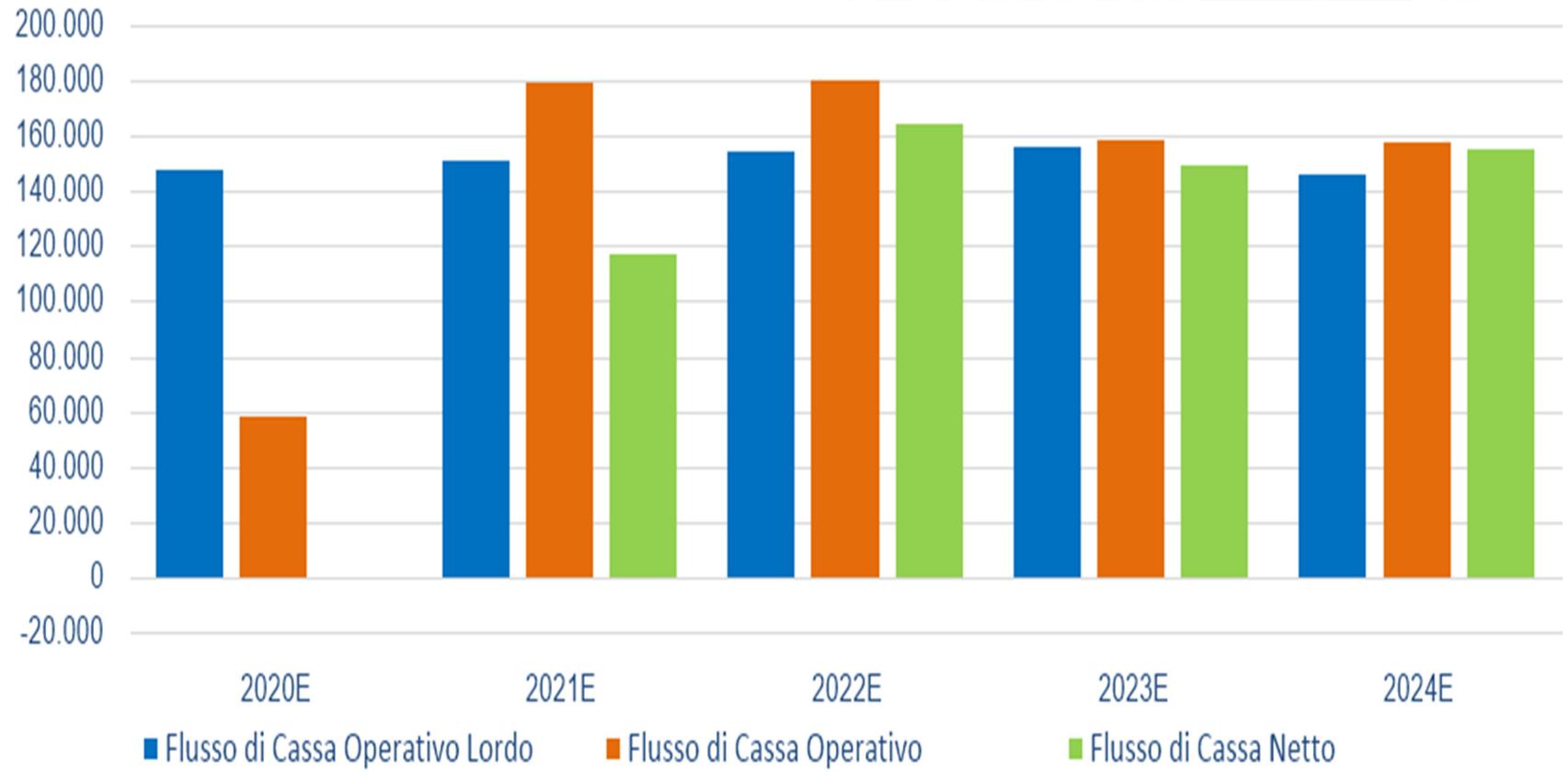
Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	€'	€'	€'	€'	€'
+/- Ebit	94.157	101.501	106.858	121.593	176.989
- Imposte figurative	(26.270)	(28.319)	(29.813)	(33.925)	(49.380)
+/- Nopat	67.887	73.182	77.045	87.669	127.609
+ Ammortamento Accantonamenti e Tfr	79.690	77.562	77.576	68.374	18.678
<b>Flusso di cassa operativo lordo</b>	<b>147.577</b>	<b>150.744</b>	<b>154.621</b>	<b>156.043</b>	<b>146.287</b>
+/- Clienti	36.456	20.000	20.000	0	0
+/- Rimanenze	0	0	0	0	0
+/- Fornitori	(62.620)	(20.000)	0	0	0
+/- Altre attività	(5.573)	30.054	6.000	0	0
+/- Altre passività	(58.142)	(1.641)	(597)	2.749	11.452
+/- Variazione fondi	0	0	0	0	0
<b>Variazione CCN</b>	<b>(89.879)</b>	<b>28.413</b>	<b>25.403</b>	<b>2.749</b>	<b>11.452</b>
<b>Flusso di cassa della gestione corrente</b>	<b>57.699</b>	<b>179.157</b>	<b>180.024</b>	<b>158.792</b>	<b>157.739</b>
<b>+/- Investimenti / Disinvestimenti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	<b>57.699</b>	<b>179.157</b>	<b>180.024</b>	<b>158.792</b>	<b>157.739</b>
+ Scudo fiscale del debito	176	5	0	0	0
+/- Proventi/Oneri straordinari	0	0	0	0	0
+/- Proventi/Oneri finanziari	(733)	(20)	0	0	0
+/- Partecipazioni e titoli	0	0	0	0	0
<b>Flusso di Cassa al servizio del debito</b>	<b>57.141</b>	<b>179.141</b>	<b>180.024</b>	<b>158.792</b>	<b>157.739</b>
+/- Utilizzo banche a breve	(21.500)	(25.724)	0	0	0
+ Accensione Mutuo	0	0	0	0	0
- Restituzione Mutuo	(36.456)	(36.456)	(15.525)	(9.144)	(2.520)
+/- Finanziamento soci	0	0	0	0	0
+/- Equity	0	0	0	0	0
- Canoni Leasing	0	0	0	0	0
+/- Altri crediti/debiti finanziari	0	0	0	0	0
<b>Flusso di cassa per azionisti</b>	<b>(814)</b>	<b>116.961</b>	<b>164.499</b>	<b>149.648</b>	<b>155.219</b>
- Dividendo distribuito	0	0	0	0	0
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>(814)</b>	<b>116.961</b>	<b>164.499</b>	<b>149.648</b>	<b>155.219</b>
<b>Cumulato con cassa anno precedente</b>	<b>6.825</b>	<b>123.785</b>	<b>288.284</b>	<b>437.932</b>	<b>593.150</b>

## Analisi Cash flow

Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	€'	€'	€'	€'	€'
Flusso di cassa operativo lordo	147.577	150.744	154.621	156.043	146.287
Variazione CCN	(89.879)	28.413	25.403	2.749	11.452
Flusso di cassa della gestione corrente	57.699	179.157	180.024	158.792	157.739
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	<b>57.699</b>	<b>179.157</b>	<b>180.024</b>	<b>158.792</b>	<b>157.739</b>
Flusso di Cassa al servizio del debito	57.141	179.141	180.024	158.792	157.739
Flusso di cassa per azionisti	(814)	116.961	164.499	149.648	155.219
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>(814)</b>	<b>116.961</b>	<b>164.499</b>	<b>149.648</b>	<b>155.219</b>

## Andamento Cash flow

Anni	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	%	%	%	%	%
Flusso di cassa operativo lordo	-	2,1%	2,6%	0,9%	-6,3%
Variazione CCN	-	131,6%	-10,6%	-89,2%	316,6%
Flusso di cassa della gestione corrente	-	210,5%	0,5%	-11,8%	-0,7%
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	-	<b>210,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-11,8%</b>	<b>-0,7%</b>
Flusso di Cassa al servizio del debito	-	213,5%	0,5%	-11,8%	-0,7%
Flusso di cassa per azionisti	-	14461,0%	40,6%	-9,0%	3,7%
<b>Flusso di cassa netto</b>	-	<b>14461,0%</b>	<b>40,6%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>3,7%</b>



# Procedure operative di valutazione

## Valutazione con il metodo patrimoniale

Intendendosi quantificare il valore di ██████████. S.R.L. con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato, qui indicato con *K'*.

Nel caso in esame, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dal bilancio al 31.12.2019.

In tal senso, i valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione e ove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono sono stati confermati. Diversamente, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si è provveduto a rideterminarne il valore adeguandolo al valore corrente.

Si riporta di seguito il prospetto riepilogativo delle voci patrimoniali dell'Attivo e del Passivo, come da valore contabile al 31.12.2019, senza operare rettifiche di revisione.

### STATO PATRIMONIALE

#### ATTIVO

Ultimo bilancio 2019	Rettifiche (+/-)	Valore finale 2019
-------------------------	---------------------	-----------------------

#### A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI

0		0
---	--	---

#### B) IMMOBILIZZAZIONI

##### I) Immobilizzazioni immateriali:

- 1) Costi d'impianto e di ampliamento
- 2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità
- 3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno
- 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti
- 5) Avviamento
- 6) Immobilizzazioni in corso e acconti
- 7) Altre

30.477		30.477
(17.640)		(17.640)
0		0
860		860
4.800		4.800
0		0
89.034		89.034
<b>107.531</b>	<b>0</b>	<b>107.531</b>

#### TOTALE

##### II) Immobilizzazioni materiali:

- 1) Terreni e fabbricati
- 2) Impianti e macchinario
- 3) Attrezzature industriali e commerciali
- 4) Altri beni
- 5) Immobilizzazioni in corso e acconti

16.903		16.903
178.158		178.158
3.385		3.385
51.409		51.409
0		0
<b>249.855</b>	<b>0</b>	<b>249.855</b>

#### TOTALE

**III) Immobilizzazioni finanziarie:**

1) Partecipazioni	1.230		1.230
2) Crediti:	1.528		1.528
3) Altri titoli	0		0
4) Azioni proprie	0		0
<b>TOTALE</b>	<b>2.758</b>	<b>0</b>	<b>2.758</b>

**TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI**

<b>360.144</b>	<b>0</b>	<b>360.144</b>
----------------	----------	----------------

**C) ATTIVO CIRCOLANTE****I) Rimanenze:**

1) Materie prime, sussidiarie, di consumo	0		0
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	0		0
3) Lavori in corso su ordinazione	0		0
4) Prodotti finiti e merci	989		989
5) Acconti	0		0
<b>TOTALE</b>	<b>989</b>	<b>0</b>	<b>989</b>

**II) Crediti:**

1) verso clienti	76.456		76.456
2) verso imprese controllate	0		0
3) verso imprese collegate	0		0
4) verso controllanti	0		0
4-bis) crediti tributari	478		478
4-ter) imposte anticipate	0		0
5) verso altri	25.390		25.390
<b>TOTALE</b>	<b>102.324</b>	<b>0</b>	<b>102.324</b>

**III) Attività finanziarie non immobilizzate:**

0		0	
IV) Disponibilità liquide:	7.639		7.639
<b>TOTALE</b>	<b>7.639</b>	<b>0</b>	<b>7.639</b>

**TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE**

<b>110.952</b>	<b>0</b>	<b>110.952</b>
----------------	----------	----------------

**D) RATEI E RISCONTI**

4.613		4.613
-------	--	-------

**TOTALE ATTIVO** **475.709** **0** **475.709****PASSIVO**

2019                      Rettifiche                      2019  
(+/-)

<b>B) FONDI PER RISCHI E ONERI</b>	0		0
------------------------------------	---	--	---

<b>C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.</b>	0		0
--	---	--	---

**D) DEBITI**

1) Obbligazioni	0		0
2) Obbligazioni convertibili	0		0
3) Debiti vs soci per finanziamenti	0		0
4) Debiti verso banche	147.325		147.325

5) Debiti verso altri finanziatori	0		0
6) Acconti	0		0
7) Debiti verso fornitori	82.620		82.620
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0		0
9) Debiti verso imprese controllate	0		0
10) Debiti verso imprese collegate	0		0
11) Debiti verso controllanti	0		0
12) Debiti tributari	58.700		58.700
13) Debiti verso istituti di previdenza	30.880		30.880
14) Altri debiti	78.365		78.365
<b>TOTALE</b>	<b>397.890</b>	<b>0</b>	<b>397.890</b>

<b>E) RATEI E RISCOINTI</b>	0		0
-----------------------------	---	--	---

<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>397.890</b>	<b>0</b>	<b>397.890</b>
--------------------------	----------------	----------	----------------

rettifica Intangibles	300.000
--------------------------	---------

### **K' RETTIFICATO**

<b>ATTIVITA' RETTIFICATE</b>	<b>€ 775.709</b>
<b>PASSIVITA' RETTIFICATE</b>	<b>€ 397.890</b>

<b>K' rettificato senza effetto fiscale</b>	<b>€ 377.819</b>
---	------------------

effetto fiscale (+/-)	
-----------------------	--

<b>K' rettificato al netto dell'effetto fiscale</b>	<b>€ 377.819</b>
---	------------------

#### **Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale**

A seguito della procedura di verifica, il valore dell'Attivo rettificato si attesta su € 775.709, a fronte di un valore contabile di € 475.709. Si precisa che per la determinazione del menzionato valore ed in aggiunta alle rettifiche delle poste discusse in precedenza, si è ritenuto di valorizzare le immobilizzazioni immateriali (intangibles) per complessivi € 300.000.

Le stesse derivano dal ritorno in termini di visibilità a livello internazionale, data da una sommatoria dei consistenti investimenti e sforzi personali costantemente profusi dalla proprietà in questi anni di attività sia per promuovere la struttura, che per mantenere convenzioni con i più importanti tour operator, ed ottenere premi e riconoscimenti anche esteri nel settore, oltre che a curare i profili social (Facebook, twitter, instagram, etc..), e la massimizzazione della visibilità nei risultati di ricerca sul web.

Il valore totale del Passivo rettificato risulta invece conforme al valore di bilancio, attestandosi quindi su € 397.890.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Tale valore ricalcolato si attesta su € 377.819. Non si è ritenuto di considerare ai fini della valutazione del patrimonio netto l'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto:

$$W = € 377.819$$

## Valutazione con i metodi reddituali

### Determinazione del reddito medio atteso

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 3 anni consuntivi esaminati (2017-2019) e nei 5 anni del piano previsionale (2020-2024).

#### Reddito medio atteso

**€ 60.043**

### Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk (Rf)	0,65%
Equity Risk Premium (ERP)	6,85%
Debito (D)	
Beta Unlevered (Bu)	1,20
Scelta del Beta	Beta unlevered
Beta Levered (Bl)	
Ke scelto per scontare redditi	Anno 2019
Costo del Capitale Proprio (Ke)	<b>8,87%</b> $Ke = Rf + Bu*ERP = 0,65\% + 1,20*6,85\% = 8,87\%$

Il Ke scelto verrà impiegato per attualizzare i redditi attesi nel Metodo della rendita a durata definita e nel Metodo della rendita perpetua.

### Metodo della rendita a durata definita

Reddito medio periodo (R)	<b>60.043</b>
Costo del Capitale Proprio (Ke)	<b>8,87%</b>
Numero anni (n)	5

Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i redditi attesi al costo del capitale proprio (Ke). Avendo ipotizzato che i redditi si mantengono costanti per 5 anni, la relazione che esprime il valore attuale si semplifica come segue.

$$W = R * a^{-n}(n, Ke)$$

**€ 234.336**

$$W = R * a^{-n}(n, Ke) = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 60.043 * [1 - 1/(1 + 8,87\%)^5]/8,87\% = 234.336$$

## Metodo della Rendita Perpetua

<b>Reddito medio periodo (R)</b>	<b>60.043</b>
<b>Costo del Capitale Proprio (Ke)</b>	<b>8,87%</b>

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$$W = R/Ke \quad \text{€ 676.921}$$

$$W = R/Ke = 60.043/8,87\% = 676.921$$

## Metodo Reddituale Complesso

A differenza dei precedenti, il Metodo reddituale complesso non si basa sulla stima di un reddito medio ma considera direttamente i redditi (Utile netto) risultanti dal piano finanziario previsionale. A tal fine si ipotizza che la capacità reddituale dell'azienda si limiti ai 5 anni del piano previsionale.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Redditi attesi (Utile netto)</b>	<b>67.330</b>	<b>73.167</b>	<b>77.045</b>	<b>87.669</b>	<b>127.609</b>
<b>Cost of Equity (Ke)</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>
Fattore di attualizzazione	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65
<b>Redditi attualizzati</b>	<b>61.844</b>	<b>61.730</b>	<b>59.706</b>	<b>62.404</b>	<b>83.433</b>

Il valore dell'azienda è pari alla somma dei redditi attualizzati.

$$W = VAN(R1, R2, \dots, Rn) = \quad \text{€ 329.118}$$

Il valore dell'azienda è pari alla somma dei redditi attualizzati.

## Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il Metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ( $Ke \cdot K'$ ).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

<b>Reddito (Utile netto)</b>	60.043	Reddito medio atteso nel periodo
<b>K'</b>	377.819	Valore del Patrimonio Netto rettificato
<b>Costo del Capitale Proprio (Ke)</b>	8,87%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
<b>n</b>	5	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale, la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari ad € 60.043 per 5 anni a partire dal 2020 e fino al 2024.

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = \mathbf{€ 481.362}$$

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 377.819 + (60.043 - 8,87\% \cdot 377.819) \cdot [1 - 1/(1 + 8,87\%)^5]/8,87\% = 481.362$$

## Valutazione con il metodo finanziario

Una volta sviluppato il piano finanziario previsionale, che conduce alla determinazione dei flussi di cassa attesi, l'applicazione del metodo del *Discounted Cash-flow* richiede essenzialmente il calcolo del tasso di attualizzazione da impiegare per scontare i flussi finanziari e pervenire, quindi, al valore dell'azienda. Come si è discusso alla relativa sezione, tale tasso deve esprimere la remunerazione attesa sia dagli azionisti che dai finanziatori di capitale di debito e si identifica con il WACC.

### Parametri per calcolo WACC

Poiché il WACC esprime la media tra i rendimenti attesi del capitale proprio e del capitale di terzi, ponderata in relazione al rapporto che sussiste tra le due componenti, la struttura finanziaria previsionale ne influenza il calcolo e conduce, in generale, a differenti valori del WACC in ciascuno degli anni di previsione.

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio pari a 0,65%, un premio di mercato per il rischio pari a 6,85% e un coefficiente beta unlevered di 1,20. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si assume che l'azienda sia in grado di finanziarsi ad un tasso dell'1,50% che, considerato al netto dell'effetto fiscale, per il quale si assume un'aliquota del 24,00%, risulta pari a 1,14%.

<b>Tasso Free Risk netto (Rf)</b>	0,65%
<b>Equity Risk Premium (ERP)</b>	6,85%
<b>Beta Unlevered (Bu)</b>	1,20
<b>Costo del debito (Kd)</b>	1,50%
<b>Scelta del Beta</b>	Beta unlevered
<b>Debito (D)</b>	Pfn

Si riporta di seguito l'andamento del WACC nei 5 anni del piano previsionale ed i relativi parametri che ne influenzano il calcolo. Si noti come l'aver considerato il beta unlevered per il calcolo del Ke renda quest'ultimo parametro indipendente dalla struttura di finanziamento dell'azienda e costante per tutti gli anni di previsione.

WACC	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Posizione Finanziaria Netta (D)	139.686	82.545	(96.596)	(276.620)	(435.412)	(593.150)
Equity (E)	77.819	145.149	218.316	295.360	383.029	510.638
D/(D + E)	0,64	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00
E/(D + E)	0,36	0,64	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta Unlevered	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
D/E	1,80	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Costo del Capitale Proprio (Ke)	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%
Kd*(1 - t)	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%
Aliquota IRES	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
<b>Andamento puntuale WACC</b>	<b>3,91%</b>	<b>6,07%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,87%</b>

Si è ritenuto, in definitiva, di tenere in considerazione l'andamento del WACC nel corso del periodo di previsione e di attualizzare ciascun flusso finanziario al relativo tasso, calcolato in funzione dei parametri specifici di quell'anno.

Si riporta il dettaglio del calcolo del WACC con riferimento all'anno 2020.

#### Dettaglio calcolo WACC anno 2020

Beta unlevered (Bu)	1,20	
Ke	8,87%	$Ke = Rf + Bu * ERP = 0,65\% + 1,20 * 6,85\% = 8,87\%$
Kd*(1 - t)	1,14%	$Kd * (1 - t) = 1,50\% * (1 - 24,0\%) = 1,14\%$
D/(D + E)	0,36	$D / (D + E) = 82.545 / (82.545 + 145.149) = 0,36$
E/(D + E)	0,64	$E / (D + E) = 145.149 / (82.545 + 145.149) = 0,64$
<b>WACC</b>	<b>6,07%</b>	$WACC = kd * (1 - t) * D / (D + E) + Ke * E / (D + E) = 1,50\% * (1 - 24,0\%) * 0,36 + 8,87\% * 0,64 = 6,07\%$

Il flusso finanziario considerato ai fini della valutazione è il Flusso di Cassa Operativo, la cui procedura di calcolo, già esposta nel rendiconto finanziario previsionale, si richiama di seguito, evidenziando gli elementi che concorrono alla sua formazione a partire dal reddito operativo (Ebit).

<b>Flussi di Cassa Operativi (FCO)</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Ebit	94.157	101.501	106.858	121.593	176.989
- Imposte figurative	(26.270)	(28.319)	(29.813)	(33.925)	(49.380)
<b>NOPAT</b>	<b>67.887</b>	<b>73.182</b>	<b>77.045</b>	<b>87.669</b>	<b>127.609</b>
+ Ammortamenti, accantonamenti e TFR	79.690	77.562	77.576	68.374	18.678
+/- Variazioni del circolante	(89.879)	28.413	25.403	2.749	11.452
+/- Investimenti/disinvestimenti	0	0	0	(0)	0
<b>Flusso di Cassa Operativo (FCO)</b>	<b>57.699</b>	<b>179.157</b>	<b>180.024</b>	<b>158.792</b>	<b>157.739</b>
WACC	6,07%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%
Fattore di attualizzazione	0,94	0,84	0,77	0,71	0,65
<b>Flusso di Cassa Operativo attualizzato</b>	<b>54.389</b>	<b>151.118</b>	<b>139.477</b>	<b>113.004</b>	<b>103.085</b>

Si assume, infine, che oltre l'orizzonte di 5 anni di previsione esplicita, i flussi di cassa si mantengano costanti e pari al valore del 2024. Tale ipotesi confluisce nel calcolo del cosiddetto Terminal Value, che risulta pari ad € 1.778.341.

## Valore azienda

CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO = VAN + TV ATTUALIZZATO =	<b>1.628.563</b>
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) anno 2019 =	<b>139.686</b>
SURPLUS ASSET (SA) * =	<input type="text" value="0"/>

**VALORE AZIENDA = CAPITALE OPERATIVO - PFN + SA = € 1.488.877**

\* I Surplus Asset sono assimilabili, ad esempio, a partecipazioni societarie non operative, immobili civili, etc

Il valore attuale dei flussi di cassa previsionali, comprensivo del valore attuale del Terminal Value, risulta pari a € 1.628.563. Ai fini della valutazione dell'azienda, tale contributo, interpretabile come IL valore del capitale investito netto operativo all'anno 2019 va corretto tenendo conto dell'indebitamento netto dell'azienda (Pfn) e di eventuali attività non operative. In particolar modo, la posizione finanziaria netta va sottratta al capitale investito mentre il termine di Surplus Asset va sommato per determinare il valore totale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni si stima che il valore dell'azienda sia pari a 1.488.877. Si riportano in tabella i valori della posizione finanziaria netta e del Surplus Asset.

## Valutazione con il Metodo EVA

ROIC = NOPAT / Capitale Investito

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
NOPAT	67.887	73.182	77.045	87.669	127.609
Capitale investito	234.518	245.505	307.024	385.549	510.638
<b>ROIC</b>	<b>28,9%</b>	<b>29,8%</b>	<b>25,1%</b>	<b>22,7%</b>	<b>25,0%</b>
WACC	6,07%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%
<b>EVA</b>	<b>53.658</b>	<b>51.406</b>	<b>49.812</b>	<b>53.471</b>	<b>82.315</b>
<b>EVA attualizzati</b>	50.580	43.361	38.593	38.052	53.794

### EVA Terminal Value

Fattore di crescita (g)	0,0%
<b>EVA TV</b>	<b>928.018</b>

### Valore dell'azienda

Valore attuale EVA anni di previsione esplicita	224.380
EVA terminal value attualizzato	557.064
Capitale investito anno 2019	225.144
Posizione finanziaria netta anno 2019	139.686
Altre attività non operative anno 2019	0
Aumento di capitale	0
Dividendo	0

**W**

**€ 866.901**

## Conclusioni

Nel presente elaborato peritale si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'azienda ██████████. S.R.L. attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi applicati.

### VALUTAZIONE DELL'AZIENDA ██████████. S.R.L.

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 377.819
<b><u>Metodo finanziario (DCF)</u></b>	<b><u>€ 1.488.877</u></b>
Metodo della rendita di durata definita	€ 234.336
Metodo della rendita perpetua	€ 676.921
Metodo reddituale complesso	€ 329.118
<b><u>Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale</u></b>	<b><u>€ 481.362</u></b>
Metodo EVA	€ 866.901

Lo scrivente ritiene conclusivamente che alla luce dei documenti analizzati, e dello studio della documentazione contabile ed amministrativa nonché delle *best practises* in materia di valutazione aziendale ritiene, preso atto dei differenti risultati ottenuti sulla base delle ipotesi anche previsionali descritte in dettaglio nella presente, che i metodi che abbiano restituito dei valori quanto più prossimi al reale valore di mercato della società valutata, siano il **Metodo finanziario (DCF)**, ed il **Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale**, con i quali sono stati determinati dei valori di cessione complessivi, pari rispettivamente ad **€ 1.488.877 per il primo, ed € 481.362 per il secondo.**

Di seguito si espone invece tabella riepilogativa del **valore di cessione che assumerebbe la società, in ipotesi di cessione unitaria con il patrimonio immobiliare del Sig. [REDACTED], fino ad oggi dalla stessa [REDACTED] utilizzato** per l'esercizio della propria attività, come stimato nella Perizia di valutazione dell'Ing. Giuseppe Pandolfo.

#### VALUTAZIONE DELL'AZIENDA [REDACTED] S.R.L. e IMMOBILI UTILIZZATI

METODO	VALORE [€]	VALORE IMM. COMOD.	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 377.819	€ 7.491.100	€ 7.868.919
<b>Metodo finanziario (DCF)</b>	<b>€ 1.488.877</b>	<b>€ 7.491.100</b>	<b>€ 8.979.977</b>
Metodo della rendita di durata definita	€ 234.336	€ 7.491.100	€ 7.725.436
Metodo della rendita perpetua	€ 676.921	€ 7.491.100	€ 8.168.021
Metodo reddituale complesso	€ 329.118	€ 7.491.100	€ 7.820.218
<b>Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale</b>	<b>€ 481.362</b>	<b>€ 7.491.100</b>	<b>€ 7.972.462</b>
Metodo EVA	€ 866.901	€ 7.491.100	€ 8.358.001

Per quanto sopra riportato, in tale **ipotesi di cessione unitamente al compendio immobiliare utilizzato in comodato** il valore di cessione si determinerebbe **in euro 8.979.977, o in euro 7.972.462**, a seconda del metodo di valutazione aziendale che si intende prendere a riferimento tra i due sopra individuati quali preferenziali.

#### **PASSIVITA' POTENZIALI – DEBITI FUORI BILANCIO IN CORSO DI VERIFICA**

Appare opportuno riferire altresì che da verifiche successive alla stesura della bozza finale della presente valutazione è stata fornita copia del bilancio al 31.12.2020, che riporta alla voce "Debiti tributari" un importo totale di euro 38.001 entro 12 mesi, senza indicare ulteriori importi oltre 12 mesi.

Poiché nel Dicembre 2020 è stata ultimata una *due-diligence* mediante professionista esterno sulla complessiva situazione debitoria, prudenzialmente effettuata dalla società, si evidenzia che dalla stessa è emerso che l'unico debito che appare essere potenzialmente disallineato in maniera significativa rispetto ai valori di bilancio, è quello nei confronti del Comune di Pollina per Tari dovuta dal 2012 al 2020 e che

ammonterebbe secondo le loro risultanze, come da ricognizione debitoria trasmessa dallo stesso Ente in data 02.12.2020, ad **euro 186.018,00**.

La società si è dunque prontamente attivata per le dovute verifiche in corso con il consulente contabile e fiscale sull'effettiva debenza e corretto conteggio di tali somme da parte del Comune, decurtando altresì gli eventuali pagamenti medio tempore effettuati dopo la suddetta missiva.

Appare di tutta evidenza che verrà fornito riscontro dell'esito della suddetta verifica interna agli acquirenti della società in fase di contrattazione, e comunque in ogni caso prima della finalizzazione, per le ovvie conseguenze che tale esito potrebbe avere sulla determinazione del prezzo di cessione finale.

Palermo, lì, 05 Novembre 2021

In fede

Dott. Ugo Tagliareni

