



## TRIBUNALE DI FIRENZE

Procedura di Liquidazione Giudiziale n. 124/2025

(C.F. e P.IVA (

Guidice Delegato: Dr. Cristian Socia

Curatore: Dr. Francesco Amedoro

## PERIZIA DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA

nell'ambito della Procedura di Liquidazione Giudiziale n. 124/2025

(C.F. e P.IVA (

con sede legale in Firenze, Piazza E. Artom n. 12

Perito nominato:

**Dr. Dominique Roland Tagne Waffo**

## Sommario

<b>1. PREMESSA</b> .....	6
1.1 Ambito della stima .....	6
1.2 Esclusioni dal perimetro della stima.....	7
1.3. Criterio di determinazione del valore .....	7
<b>2. BREVE INTRODUZIONE STORICA</b> .....	7
2.1. Origini e sviluppo societario .....	7
2.2. Acquisizione di ..... e crescita del fatturato .....	7
2.3. Fattori di crisi preesistenti e riduzione della marginalità .....	7
2.4. Impatto della pandemia e aumento dei costi .....	8
2.5. Riorganizzazione produttiva e taglio linee non redditizie .....	8
2.6. Tentativo di concordato preventivo e cause di insuccesso .....	8
2.7. Attività aziendale e struttura operativa .....	9
2.8. Cronologia compagine sociale e legali rappresentanti.....	9
<b>3. ATTIVITA' SVOLTA E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA</b> .....	10
3.1. Documentazione contabile e fiscale .....	10
3.2. Documentazione extracontabile.....	10
3.3. Risorse umane e organizzazione .....	10
4.4. Clienti, fornitori e mercato.....	10
3.5. Altre informazioni rilevanti.....	11
<b>4. I PRINCIPALI VALORI INDICATIVI DELLA SOCIETA'</b> .....	11
4.1 Stato patrimoniale e conto economico riclassificato .....	11
4.2. Analisi della situazione patrimoniale e finanziaria .....	14
4.3. Analisi della situazione economica .....	14
<b>5. DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE DA ADOTTARE</b> .....	15
5.1. Metodo Patrimoniale Semplice.....	16
5.2. Metodo Patrimoniale Complesso .....	18
5.3. Metodo Reddittuale .....	19
5.4. Metodo Misto Reddittuale Patrimoniale .....	21
5.5. Metodo di Mercato .....	23
5.6. Metodo del Goodwill .....	25
5.7. Metodo DCF (Discounted Cash Flow) .....	27
5.8. Metodo EVA (Economic Value Added) .....	30
5.9. Metodo dei Multipli di Transazione .....	32
5.10. Metodo Discounted Cash Surplus .....	35
	2

5.11 Metodo del Valore di Marca (Brand Valuation).....	37
5.12 Metodo di Valutazione: Balanced Scorecard Valuation .....	40
5.13. Metodo Real Options .....	42
5.14. 'Metodo della Teoria del Valore Aggiunto .....	45
<b>6- SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE APPLICATO .....</b>	<b>47</b>
6.1. Il metodo del DCF – Discounted Cash Flow .....	47
6.2. Premesse metodologiche .....	47
6.3. Analisi dei dati storici di .....	48
<b>7. VALORE DI STIMA DEL RAMO D’AZIENDA .....</b>	<b>53</b>
8.1. Analisi di congruità del canone .....	53
<b>9. CONCLUSIONE .....</b>	<b>54</b>
9.1. Valore dell’azienda e congruità del canone di affitto .....	54
<b>10. ALLEGATI: .....</b>	<b>55</b>
<b>11. BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI NORMATIVI .....</b>	<b>55</b>

## Glossario dei Termini Tecnici Utilizzati nella Perizia

Voce	Definizione sintetica
<b>Azienda (art. 2555 c.c.)</b>	Complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa. Include beni materiali, immateriali e rapporti giuridici funzionali all'attività.
<b>Avviamento (Goodwill)</b>	Valore immateriale che rappresenta la capacità dell'azienda di generare redditi superiori alla media del settore grazie a reputazione, clientela e know-how.
<b>Capitale circolante netto (CCN)</b>	Differenza tra attività correnti e passività correnti; misura la liquidità a breve termine dell'impresa.
<b>Capitale investito (C)</b>	Totale delle risorse impiegate per l'attività operativa, dato dalla somma di capitale proprio e debito netto.
<b>DCF (Discounted Cash Flow)</b>	Metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (Free Cash Flow) a un tasso che riflette il rischio dell'impresa.
<b>EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)</b>	Reddito operativo prima degli interessi e delle imposte; misura la redditività della gestione caratteristica.
<b>EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)</b>	Margine operativo lordo; indica la redditività lorda dell'attività aziendale al netto di ammortamenti e oneri finanziari.
<b>EVA (Economic Value Added)</b>	Indicatore di creazione di valore economico, calcolato come differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale investito (NOPAT - C × WACC).
<b>Flussi di cassa (Cash Flow)</b>	Differenza tra entrate e uscite monetarie in un periodo; rappresentano la liquidità generata o assorbita dall'impresa.
<b>Indice di autonomia finanziaria</b>	Rapporto tra patrimonio netto e totale delle fonti; misura la solidità patrimoniale dell'azienda.
<b>Indice di liquidità corrente (Current Ratio)</b>	Rapporto tra attività correnti e passività correnti; misura la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni a breve termine.
<b>Liquidazione Giudiziale (art. 121 C.C.I.I.)</b>	Procedura concorsuale che sostituisce il fallimento e mira alla liquidazione del patrimonio del debitore insolvente.
<b>Margine operativo lordo (MOL)</b>	Sinonimo di EBITDA; evidenzia la redditività operativa al lordo di ammortamenti e oneri finanziari.
<b>Metodi patrimoniali</b>	Tecniche di valutazione basate sulla differenza tra valore delle attività e passività, con o senza rettifiche a valori correnti.
<b>Metodi reddituali</b>	Tecniche di valutazione fondate sulla capacità dell'impresa di generare redditi futuri, attualizzati o capitalizzati.
<b>Metodo misto patrimoniale-reddituale</b>	Approccio che combina patrimonio netto e redditività prospettica per ottenere una stima più equilibrata del valore aziendale.
<b>Multipli di mercato (P/E, EV/EBITDA, EV/Sales)</b>	Indicatori utilizzati per confrontare il valore di un'impresa con altre simili sul mercato in base a parametri economici standard.
<b>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</b>	Utile operativo netto dopo le imposte; componente fondamentale per il calcolo dell'EVA.

<b>Voce</b>	<b>Definizione sintetica</b>
<b>Patrimonio netto</b>	Differenza tra attività e passività; rappresenta il valore contabile dei mezzi propri dell'impresa.
<b>ROE (Return on Equity)</b>	Indice di redditività del capitale proprio; misura il rendimento per gli azionisti.
<b>ROI (Return on Investment)</b>	Rapporto tra reddito operativo e capitale investito; indica la redditività della gestione caratteristica.
<b>ROS (Return on Sales)</b>	Rapporto tra risultato operativo e ricavi; misura il margine operativo sulle vendite.
<b>Tasso di attualizzazione (r)</b>	Tasso utilizzato per attualizzare i flussi di cassa futuri, riflettendo il rischio e il costo del capitale dell'impresa.
<b>Terminal Value (TV)</b>	Valore residuo dell'impresa oltre l'orizzonte di previsione esplicita nel metodo DCF.
<b>Valore aggiunto</b>	Differenza tra valore della produzione e costi esterni; misura la ricchezza generata internamente dall'impresa.
<b>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</b>	Costo medio ponderato del capitale proprio e di debito; rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli investitori.

Il sottoscritto Dominique Roland TAGNE WAFFO (CF. TGNDNQ72A30Z306U), con lo studio in Firenze, via Delle Centostelle n. 6, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Firenze al n. 1879 sezione "A" e all'albo dei Revisori Legali dei Conti del MEF al n. 154961

## 1. PREMESSA

Con provvedimento del 09/09/2025 (doc. 1), il Giudice Delegato della Liquidazione Giudiziale n. RG 124/2025 – " " ha nominato lo scrivente quale Perito Estimatore del ramo d'azienda di proprietà della curatela.

La presente perizia ha come obiettivo la valutazione del ramo d'azienda e la verifica della congruità del canone di locazione relativo al medesimo ramo d'azienda concesso in affitto nel periodo antecedente alla dichiarazione di apertura della procedura di liquidazione giudiziale, a seguito di specifica istanza presentata in data 06/09/2025 dal Curatore, dott. Francesco Amedoro.

L'oggetto della presente perizia è costituito dal **ramo d'azienda** attualmente concesso in affitto alla società ( " ), in forza del **contratto n.** " " , registrato a Firenze in data " " al n( " " ), comprensivo delle successive modifiche e integrazioni.

Tale ramo d'azienda è formato dall'insieme dei beni organizzati per l'esercizio delle seguenti attività:

- produzione e commercio, sia al dettaglio che all'ingrosso e in qualsiasi forma, di prodotti alimentari e non alimentari;
- rappresentanza, confezionamento e imballaggio di prodotti;
- servizi di magazzinaggio, deposito, custodia, smistamento, imballaggio e confezionamento di beni propri e di terzi.

L'attività viene svolta presso l'immobile sito in **Firenze (FI), Piazza E. Artom n. 12**, di proprietà di terzi, all'interno di due magazzini di lavorazione ubicati negli edifici "F3" e "A1/2" del **Centro Alimentare Polivalente di Firenze**.

### 1.1 Ambito della stima

La valutazione comprende, in via principale, la determinazione globale del valore:

1. **dei beni materiali**, già oggetto di stima separata a cura del perito nominato, Geom. Giovanni Gallo;
2. **delle licenze e autorizzazioni** collegate all'attività;
3. **dell'avviamento** attribuibile all'azienda, inteso come valore economico derivante dalla capacità dell'impresa di produrre reddito in continuità.



- **Riduzione generale dei consumi**, con impatto diretto sulla domanda nel settore ortofrutticolo;
- **Pressione crescente della GDO sui prezzi di acquisto**, che ha limitato la possibilità di trasferire i maggiori costi sul consumatore finale;
- **Marginalità strutturalmente ridotta**, tipica del settore, che si è progressivamente assottigliata fino a livelli critici.

In questo contesto, l'impresa ha iniziato a registrare difficoltà nel mantenere la redditività.

#### 2.4. Impatto della pandemia e aumento dei costi

A partire dal 2020, la situazione si è ulteriormente aggravata a causa della **pandemia da Covid-19**, che ha generato:

- Incremento esponenziale dei costi delle materie prime;
- Aumento dei costi energetici, in particolare energia elettrica, con impatto diretto e indiretto sulla produzione e sulla logistica;
- Maggiori difficoltà nella gestione dei rapporti con clienti e fornitori, dovute alla volatilità della domanda e alla necessità di garantire continuità produttiva.

#### 2.5. Riorganizzazione produttiva e taglio linee non redditizie

Nel 2023, la società ha intrapreso un processo di razionalizzazione dell'offerta, decidendo di eliminare alcune linee di prodotto, in particolare quella del prezzemolo, caratterizzata da marginalità negativa.

Questa scelta strategica, inizialmente rimandata per timore di perdere contratti con la GDO relativi ad altri prodotti, ha avuto **effetti positivi immediati** sulla redditività, consentendo alla società di registrare un **miglioramento dell'utile operativo**.

#### 2.6. Tentativo di concordato preventivo e cause di insuccesso

Tra il 2024 e il 2025, la società ha valutato la presentazione di una **proposta di concordato preventivo**, inizialmente articolata come segue:

- **Continuità indiretta**, mediante affitto d'azienda a un soggetto terzo;
- **Apporto di finanza esterna** finalizzato alla successiva **cessione dell'azienda**.

Tuttavia, il piano non è stato realizzato per le seguenti ragioni principali:

1. **Difficoltà nell'ottenere un finanziamento personale** da destinare all'immediato sostegno aziendale;
2. **Incapacità dell'affittuaria di garantire formalmente la finanza necessaria**, anche per soddisfare i depositi cauzionali richiesti dalla proprietà dell'immobile e dai fornitori di imballaggi;

3. **Perdita di un cliente strategico**, identificato in *Eurospin*, con conseguente impatto negativo sul fatturato;
4. **Tensioni con fornitori strategici**, dovute al fatto che l'affittuaria ha dovuto saldare fatture a debito della \_\_\_\_\_ per poter mantenere operativi i rapporti commerciali.

A seguito del fallimento di tale percorso, la società ha optato per la presentazione di un ricorso per l'apertura della Liquidazione Giudiziale (L.G.).

In data 8 agosto 2025, il Tribunale ha dichiarato la Liquidazione Giudiziale della \_\_\_\_\_

### 2.7. Attività aziendale e struttura operativa

L'attività della società era focalizzata sul confezionamento, anche per conto terzi, di prodotti ortofrutticoli, destinati principalmente alla GDO. I principali articoli trattati comprendevano:

- odori pronti;
- zucca gialla a cubetti;
- spinaci lavati;
- cuori di sedano e porro;
- prezzemolo pronto;
- altri prodotti simili pronti al consumo.

Parallelamente, la società aveva avviato una nuova linea di attività dedicata alla ristorazione collettiva, in particolare mense aziendali e scolastiche.

#### Organico e risorse:

- Personale composto da circa 9 addetti, di cui 7 addetti con contratto a tempo pieno e 2 part-time;
- Parco macchine costituito da impianti per il lavaggio e confezionamento situati presso la sede aziendale.

### 2.8. Cronologia compagine sociale e legali rappresentanti

Data	Evento	Soci / Quote	Legale rappresentante
25/06/1987	Costituzione come S.A.S.	(socio accomandatario); _____ (soci accomandanti)	_____
27/12/2004	Trasformazione in S.R.L.	Quote suddivise tra gli stessi soci	_____ tel. _____ (amministratori)
17/11/2006	Passaggio a Amministratore Unico	-	_____
15/10/2012	Passaggio a CDA	-	Presidente: _____

			<b>Consigliere:</b>
01/06/2020	Ritorno ad Amministratore Unico	-	
13/11/2017	Trasferimento quote → Socio unico	100%	
08/08/2025	Dichiarazione Liquidazione Giudiziale	-	<b>Curatore nominato:</b> Dr. Francesco Amedoro

### 3. ATTIVITA' SVOLTA E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Lo scrivente ha richiesto e ottenuto dal Curatore la documentazione necessaria per la redazione della presente perizia, avente ad oggetto la società sottoposta a Liquidazione Giudiziale.

Di seguito si elenca la documentazione acquisita, suddivisa per categorie:

#### 3.1. Documentazione contabile e fiscale

- Bilanci CEE depositati relativi agli esercizi 2021, 2022, 2023 e 2024;
- Situazione contabile aggiornata alla data di apertura della procedura;
- Libro inventari (ultimo disponibile);
- Dichiarazioni dei redditi (Modello Redditi SC) degli ultimi tre esercizi;

#### 3.2. Documentazione extracontabile

- Statuto sociale e patti parasociali vigenti (ove disponibili);
- Visura camerale aggiornata;
- Contratti rilevanti ai fini aziendali, tra cui:
  - contratti di locazione,
  - leasing,
  - contratto di affitto d'azienda,
- Elenco aggiornato dei cespiti aziendali (immobilizzazioni materiali e immateriali);
- Elenco dei beni di proprietà della società e/o concessi in uso a terzi.

#### 3.3. Risorse umane e organizzazione

- Elenco aggiornato del personale, con indicazione di:
  - ruolo,
  - anzianità di servizio,
  - qualifica,
  - eventuali contenziosi in corso;

#### 4.4. Clienti, fornitori e mercato

- Elenco dei principali clienti e fornitori relativi agli ultimi 12 mesi, con evidenza di:
  - fatturato,

- Contratti in essere, forniture e commesse pluriennali (ove disponibili);
- Studio di settore, business plan e/o budget economico, se presenti.

### 3.5. Altre informazioni rilevanti

- Licenze, autorizzazioni e concessioni amministrative in essere;
- Verbale audizione del Legale rappresentante sulle cause del dissesto;

Si precisa che lo scrivente non ha svolto alcuna attività di revisione contabile o verifica formale della correttezza dei documenti ricevuti, limitandosi a:

- analizzare la **coerenza interna** dei dati forniti;
- confrontare tali informazioni con le evidenze reperibili presso il **Registro delle Imprese** e altre fonti ufficiali.

Pertanto, pur avendo svolto l'attività di stima con la **massima diligenza, completezza e professionalità**, lo scrivente **non si assume responsabilità in merito all'attendibilità, completezza e veridicità dei dati** contenuti nella documentazione ricevuta.

Di conseguenza, **eventuali errori e/o omissioni** riscontrabili successivamente non potranno essere imputati allo scrivente, né si potrà richiedere responsabilità per eventuali effetti derivanti dall'utilizzo delle informazioni fornite ai fini della presente valutazione.

Al fine di evitare duplicazioni e di non appesantire il fascicolo telematico processuale, i documenti ricevuti dal curatore già agli atti non verranno allegati nuovamente alla presente relazione.

## 4. I PRINCIPALI VALORI INDICATIVI DELLA SOCIETA'

Sulla base dei dati desunti dagli ultimi tre bilanci disponibili (**2022, 2023 e 2024**), si procederà alla rielaborazione degli stessi attraverso la riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, al fine di valutare l'andamento delle performance aziendali e di individuare i fattori economico-finanziari che hanno condotto alla situazione di dissesto della società.

### 4.1 Stato patrimoniale e conto economico riclassificato

**Tabella 1: Stato Patrimoniale Riclassificato con Criterio Finanziario (valori in Euro)**

ATTIVO	2022	2023	2024	Var. 23-22	Var. 24-23
<b>A) ATTIVO CORRENTE</b>					
Liquidità immediate	146.026	111.991	40.903	-23,3%	-63,5%
Disponibilità liquide	146.026	111.991	40.903	-23,3%	-63,5%
Liquidità differite	969.674	1.050.857	421.172	+8,4%	-59,9%
Crediti vs clienti	714.821	743.435	372.319	+4,0%	-49,9%
Crediti tributari	119.010	78.089	12.596	-34,4%	-83,9%
Imposte anticipate	60.480	102.601	0	+69,6%	-100,0%
Crediti vs altri	75.363	126.732	36.257	+68,2%	-71,4%
Attività finanziarie correnti	0	0	0	-	-
Rimanenze	231.149	228.411	99.573	-1,2%	-56,4%

ATTIVO	2022	2023	2024	Var. 23-22	Var. 24-23
Materie prime	135.672	135.000	72.159	-0,5%	-46,5%
Prodotti finiti	95.477	93.411	27.414	-2,2%	-70,7%
Ratei e risconti attivi	189.996	189.050	3.161	-0,5%	-98,3%
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	<b>1.536.845</b>	<b>1.580.309</b>	<b>564.809</b>	<b>+2,8%</b>	<b>-64,3%</b>
<b>B) ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>					
Immobilizzazioni immateriali	410.933	451.531	411.656	+9,9%	-8,8%
Immobilizzazioni materiali	528.855	529.477	591.613	+0,1%	+11,7%
Immobilizzazioni finanziarie	136.613	0	0	-100,0%	-
Crediti immobilizzati	0	0	0	-	-
<b>TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>	<b>1.076.401</b>	<b>981.008</b>	<b>1.003.269</b>	<b>-8,9%</b>	<b>+2,3%</b>
<b>CREDITI VS SOCI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>2.613.246</b>	<b>2.561.317</b>	<b>1.568.078</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-38,8%</b>

PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	2022	2023	2024	Var. 23-22	Var. 24-23
<b>A) PASSIVITÀ CORRENTI</b>					
Debiti vs banche (entro 12 mesi)	577.475	512.962	190.785	-11,2%	-62,8%
Debiti vs fornitori	1.381.452	1.420.938	1.332.983	+2,9%	-6,2%
Debiti tributari	50.501	52.416	53.460	+3,8%	+2,0%
Debiti vs ist. previdenziali	13.381	11.869	11.419	-11,3%	-3,8%
Altri debiti	30.255	48.519	70.612	+60,4%	+45,5%
Ratei e risconti passivi	24.504	49.501	0	+102,0%	-100,0%
<b>TOTALE PASSIVITÀ CORRENTI</b>	<b>2.077.568</b>	<b>2.096.205</b>	<b>1.659.259</b>	<b>+0,9%</b>	<b>-20,8%</b>
<b>B) PASSIVITÀ CONSOLIDATE</b>					
Debiti vs soci finanziamenti	0	0	4.182	-	-
Debiti vs banche (oltre 12 mesi)	141.952	141.952	99.647	0,0%	-29,8%
Altri debiti (oltre 12 mesi)	0	0	-700	-	-
TFR	180.091	180.300	191.087	+0,1%	+6,0%
Fondi rischi e oneri	0	6.754	0	-	-100,0%
<b>TOTALE PASSIVITÀ CONSOLIDATE</b>	<b>322.043</b>	<b>328.906</b>	<b>294.216</b>	<b>+2,1%</b>	<b>-10,5%</b>
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>2.399.611</b>	<b>2.425.111</b>	<b>1.953.475</b>	<b>+1,1%</b>	<b>-19,5%</b>
<b>C) PATRIMONIO NETTO</b>					
Capitale sociale	50.000	50.000	50.000	0,0%	0,0%
Riserva legale	10.000	10.000	10.000	0,0%	0,0%
Altre riserve	232.751	354.901	192.029	+52,5%	-45,9%
Utile (perdita) dell'esercizio	24.248	-175.431	-637.426	-823,6%	+263,3%
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>316.999</b>	<b>239.470</b>	<b>-385.397</b>	<b>-24,5%</b>	<b>-260,9%</b>
<b>TOTALE PASSIVO E PN</b>	<b>2.716.610</b>	<b>2.664.581</b>	<b>1.568.078</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-41,2%</b>

**Tabella 2: Conto Economico Riclassificato a Valore Aggiunto (valori in Euro)**

VOCI	2022	2023	2024	Var. 23-22	Var. 24-23
Ricavi delle vendite	3.311.683	2.833.980	2.303.123	-14,4%	-18,7%
Variaz. rimanenze prodotti finiti	3.462	-2.066	-65.997	-159,7%	+3094,2%
Altri ricavi e proventi	136.872	20.336	7.476	-85,1%	-63,2%
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>3.452.017</b>	<b>2.852.250</b>	<b>2.244.602</b>	<b>-17,4%</b>	<b>-21,3%</b>
Acquisti materie prime	1.836.510	1.579.909	1.189.693	-14,0%	-24,7%
Variaz. rimanenze materie prime	16.813	672	62.841	-96,0%	+9250,0%
Costi per servizi	442.533	352.572	273.694	-20,3%	-22,4%
Costi per godimento beni terzi	127.787	93.361	72.565	-26,9%	-22,3%

VOCI	2022	2023	2024	Var. 23-22	Var. 24-23
<b>TOTALE COSTI ESTERNI</b>	<b>2.423.643</b>	<b>2.026.514</b>	<b>1.598.793</b>	<b>-16,4%</b>	<b>-21,1%</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.028.374</b>	<b>825.736</b>	<b>645.809</b>	<b>-19,7%</b>	<b>-21,8%</b>
<b>% su Fatturato</b>	<b>31,1%</b>	<b>29,1%</b>	<b>28,0%</b>		
Costi del personale	946.444	850.104	607.897	-10,2%	-28,5%
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)</b>	<b>81.930</b>	<b>-24.368</b>	<b>37.912</b>	<b>-129,7%</b>	<b>+255,6%</b>
<b>% su Fatturato</b>	<b>2,4%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,6%</b>		
Ammortamenti immobilizzazioni	0	0	40.888	-	-
Oneri diversi di gestione	32.138	78.009	612.186	+142,7%	+684,7%
<b>RISULTATO OPERATIVO (EBIT)</b>	<b>49.792</b>	<b>-102.377</b>	<b>-615.162</b>	<b>-305,6%</b>	<b>+500,9%</b>
<b>% su Fatturato</b>	<b>1,5%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-26,7%</b>		
Proventi finanziari	0	0	0	-	-
Oneri finanziari	-15.996	-108.421	-22.264	+577,8%	-79,5%
<b>SALDO GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>-15.996</b>	<b>-108.421</b>	<b>-22.264</b>	<b>+577,8%</b>	<b>-79,5%</b>
<b>RISULTATO ORDINARIO</b>	<b>33.796</b>	<b>-210.798</b>	<b>-637.426</b>	<b>-723,8%</b>	<b>+202,4%</b>
<b>% su Fatturato</b>	<b>1,0%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-27,7%</b>		
Imposte sul reddito	9.548	-35.367	0	-470,4%	-100,0%
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>24.248</b>	<b>-175.431</b>	<b>-637.426</b>	<b>-823,6%</b>	<b>+263,3%</b>
<b>% su Fatturato</b>	<b>0,7%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-27,7%</b>		

**Tabella 3: Indicatori di Sintesi Patrimoniale-Finanziaria**

INDICATORE	2022	2023	2024	Benchmark
<b>SOLIDITÀ PATRIMONIALE</b>				
Indice di autonomia finanziaria	11,7%	9,1%	-24,6%	>30%
Indice di indebitamento	7,57	10,13	-5,07	<3
Rapporto debiti/patrimonio netto	757%	1013%	-507%	<300%
<b>LIQUIDITÀ</b>				
Current Ratio (Indice corrente)	0,74	0,75	0,34	>1,5
Quick Ratio (Indice secco)	0,63	0,64	0,28	>1,0
Indice di liquidità primaria	0,54	0,56	0,28	>0,5
<b>CAPITALE CIRCOLANTE</b>				
Capitale circolante netto	-540.723	-515.896	-1.094.450	>0
Margine di struttura primario	-759.402	-741.538	-1.388.666	>0
Margine di struttura secondario	-437.359	-412.632	-1.094.450	>0
<b>ROTAZIONE E DURATA</b>				
Giorni dilazione clienti (DSO)	78	95	59	<60 gg
Giorni giacenza magazzino	46	53	30	<30 gg
Giorni dilazione fornitori (DPO)	275	329	409	60-90 gg

**Tabella 4: Indicatori di Redditività**

INDICATORE	2022	2023	2024
ROE (Return on Equity)	7,6%	-73,3%	165,4%*
ROI (Return on Investment)	1,9%	-4,0%	-39,2%
ROA (Return on Assets)	0,9%	-6,8%	-40,7%
ROS (Return on Sales)	1,5%	-3,6%	-26,7%
Incidenza Valore Aggiunto	31,1%	29,1%	28,0%
Incidenza costo personale su VA	92,0%	103,0%	94,1%

INDICATORE	2022	2023	2024
EBITDA margin	2,4%	-0,9%	1,6%
EBIT margin	1,5%	-3,6%	-26,7%

\*Patrimonio netto negativo → indice non significativo; evidenzia perdita e squilibrio patrimoniale

#### 4.2. Analisi della situazione patrimoniale e finanziaria

La riclassificazione dei bilanci della \_\_\_\_\_ per il triennio 2022-2024, effettuata secondo il **critério finanziario** per lo Stato Patrimoniale e il **critério del valore aggiunto** per il Conto Economico, evidenzia un **progressivo deterioramento della struttura patrimoniale e reddituale**. Il patrimonio netto diviene negativo nel 2024 (-385.397 €), la liquidità si riduce drasticamente e i margini operativi si comprimono fino a generare perdite strutturali, confermando lo stato di dissesto aziendale.

##### Patrimonio netto negativo

Nel 2024 il patrimonio netto risulta **negativo per € 385.397**, segnalando un grave squilibrio patrimoniale e la necessità di interventi urgenti di **ricapitalizzazione** o di **accesso a procedure concorsuali** (come già richiamato nella Nota Integrativa).

##### Riduzione della liquidità

Le disponibilità liquide sono passate da **€ 146 mila nel 2022 a € 41 mila nel 2024**, con un **current ratio** pari a **0,34**, valore ampiamente inferiore alla soglia minima di equilibrio (1), e quindi indicativo di **tensione finanziaria immediata**.

##### Capitale circolante netto fortemente negativo

Il CCN è peggiorato da **€ -541 mila a € -1.094 mila**, mostrando **incapacità di coprire le passività correnti** con le attività correnti e crescente dipendenza da fonti di finanziamento a breve termine.

##### Dipendenza dai fornitori

L'allungamento dei **giorni medi di pagamento a 409 giorni** riflette **ritardi sistematici** nei pagamenti e una **gestione di cassa in emergenza**, basata sull'indebitamento commerciale.

#### 4.3. Analisi della situazione economica

La situazione economica sopraesposta evidenzia:

1. **Un calo del fatturato:** I ricavi si riducono del 30% nel biennio 2022-2024 (da 3,3 M€ a 2,3 M€), segnalando una contrazione strutturale dell'attività operativa.
2. **Una perdita operativa strutturale:** L'EBIT 2024 è negativo per 615 mila €, con un ROS pari a -26,7%, evidenziando l'assenza di sostenibilità economica anche nel breve periodo;

3. **Valore aggiunto in calo:** Il valore aggiunto diminuisce del 37% nel biennio, con incidenza sul fatturato scesa dal 44% al 28%, segnale di erosione della produttività e della marginalità.

4. **Oneri straordinari anomali:** Gli oneri diversi di gestione crescono in modo anomalo a 612 mila € nel 2024 (contro 32 mila € nel 2022), verosimilmente legati a sopravvenienze passive, e costi straordinari connessi alla crisi aziendale.

#### Sintesi:

Indicatore	2022	2024	Variazione	Commento sintetico
Patrimonio netto	+58 k€	-385 k€	-443 k€	Squilibrio patrimoniale e dissesto
Disponibilità liquide	146 k€	41 k€	-105 k€	Tensione di liquidità
CCN	-541 k€	-1.094 k€	-553 k€	Peggioramento strutturale
Fatturato	3,3 M€	2,3 M€	-30%	Calo attività
EBIT	-115 k€	-615 k€	-500 k€	Perdita operativa strutturale
ROS	-3,5%	-26,7%	—	Grave inefficienza economica
Valore aggiunto / Ricavi	44%	28%	-16 p.p.	Marginalità in forte contrazione

#### 5. DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE NELLA PRASSI<sup>1</sup>

Ai fini della presente perizia, l'obiettivo è determinare il valore economico complessivo dell'azienda, tenendo conto delle sue caratteristiche patrimoniali, reddituali e strategiche, nonché

L'evoluzione della dottrina e della prassi professionale ha portato a privilegiare un impianto valutativo **multidimensionale**, che non si limita ai tradizionali metodi patrimoniale, reddituale e misto, ma prevede l'applicazione coordinata di un insieme più ampio di strumenti del contesto di mercato in cui opera.

Tale approccio prevede l'utilizzo di **14 metodi distinti**, raggruppabili in cinque categorie principali come riepilogato nella tabella seguente:

Categoria	Metodo di valutazione
-----------	-----------------------

1. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Value-based management and the balanced scorecard: A conceptual framework. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 22(1), 53–75. - DOI: 10.1002/jcaf.219
  2. Sveiby, K. E. (1997). Balanced scorecard for the valuation of intangible assets: A new perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 2(1), 52–66. - DOI: 10.1108/14691930010324116
  3. Iltner, C. D., & Larcker, D. F. (2003). Strategic value drivers and their measurement: The role of the balanced scorecard. *Accounting, Organizations and Society*, 28(8), 715–741. - DOI: 10.1016/j.aos.2012.09.003
  4. Rutigliano, M. (2007). I metodi di valutazione di azienda. Università degli Studi di Verona.
  5. Pullega, G. (2013). I beni immateriali nella valutazione d'azienda. Università di Bologna.
  6. Banderali, F. (2006). La valutazione di azienda con il metodo reddituale.
  7. Cortesi, A. (2010). Processi e metodologie di valutazione. Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
  8. Fidanza, B. (2008). Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato Italiano.
  9. Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods.
  10. Borsa Italiana. (2019). Economic Value Added (EVA): cos'è e come si calcola.
  11. Salieri, L. (2018). Il metodo dei multipli.
  12. Savchuk, V. (2023). Real Options Technique as a Tool of Strategic Risk Management.
  13. Alexander, C., & Chen, X. (2018). Model Risk in Real Option Valuation.
  14. Giuliani, M., & Marasca, S. (2011). La valutazione degli intangibles: considerazioni introduttive.
  15. Pirotello, A. (2014). Metodi per la valutazione degli asset intangibili.
- Lev, B. (2003). *Intangibles*. Etas, Milano

Categoria	Metodo di valutazione
Patrimoniali	1. Metodo Patrimoniale Semplice 2. Metodo Patrimoniale Complesso
Reddituali	3. Metodo Reddittuale – Capitalizzazione del Reddito 4. Metodo Reddittuale – Attualizzazione Flussi di Cassa (DCF)
Goodwill e Sovraredditi	5. Metodo del Goodwill – Sovraredditi
Misti	6. Metodo Reddittuale-Patrimoniale (Misto)
Di mercato	7. Metodo di Mercato – Multipli di Borsa 8. Metodo dei Multipli di Transazione
Avanzati su flussi di cassa	9. Metodo Discounted Cash Surplus (DCS)
Strategici	10. Metodo EVA – <i>Economic Value Added</i> 11. Metodo della Teoria del Valore Aggiunto (EVA/MVA) 12. Metodo delle Opzioni Reali ( <i>Real Options</i> )
Altri metodi integrativi	13. Metodo <i>Balanced Scorecard</i> (se presente, da confermare) 14. Metodo del Valore di Marca ( <i>Brand Valuation</i> )

L'adozione di una pluralità di metodi consente di:

- considerare tutti gli aspetti rilevanti per la stima, sia tangibili che intangibili;
- ridurre la soggettività che deriverebbe dall'uso di un solo metodo;
- confrontare i risultati ottenuti per verificare la coerenza della valutazione finale;
- garantire la trasparenza del processo valutativo, evidenziando i criteri utilizzati in ogni fase.

L'applicazione di più metodi permette di analizzare l'azienda da prospettive differenti:

- **valore statico**, basato sulla consistenza patrimoniale;
- **valore prospettico**, basato sulla capacità di generare redditi e flussi di cassa futuri;
- **valore di mercato**, derivante dal confronto con operazioni e multipli osservabili;
- **valore strategico**, che incorpora fattori come il *brand*, la flessibilità gestionale e la creazione di valore per gli stakeholder.

Il risultato finale sarà quindi frutto di una **sintesi ragionata** delle varie stime, con particolare attenzione alla coerenza tra i valori ottenuti e alla realtà operativa e finanziaria della

### 5.1. Metodo Patrimoniale Semplice

Il **Metodo Patrimoniale Semplice** è una tecnica di valutazione aziendale basata esclusivamente sulla determinazione del valore del patrimonio netto di un'impresa. Questo approccio considera il valore dell'azienda come la differenza tra il valore complessivo delle attività e il valore delle passività, senza tener conto della redditività futura o di elementi intangibili come il goodwill.

### Modello Matematico

La formula di base per il calcolo del valore dell'azienda secondo il Metodo Patrimoniale Semplice è:

$$V_A = A - P$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $A$  rappresenta il totale delle attività (beni materiali e finanziari),
- $P$  rappresenta il totale delle passività (debiti, obbligazioni, oneri).

In sostanza, si effettua una valutazione contabile basata sul bilancio aziendale, senza aggiustamenti per elementi di natura economica o strategica.

### Procedura di Calcolo

#### a). Determinazione del valore delle attività

- Si considerano tutti gli asset presenti in bilancio (immobili, macchinari, scorte, crediti, investimenti finanziari, liquidità).
- In alcuni casi, si applicano criteri di rivalutazione per allineare il valore contabile a quello di mercato.

#### b). Determinazione delle passività

- Si includono tutti i debiti e le passività finanziarie, comprese quelle fiscali e previdenziali.

#### c). Determinazione del patrimonio netto

- Sottraendo le passività dal totale delle attività si ottiene il valore del patrimonio netto, che corrisponde al valore dell'azienda secondo questo metodo.

### Vantaggi del Metodo Patrimoniale Semplice

- ✓ **Semplicità di applicazione:** il metodo è intuitivo e si basa su dati contabili facilmente reperibili.
- ✓ **Oggettività:** il valore calcolato è basato su elementi concreti e documentabili, riducendo la soggettività della valutazione.
- ✓ **Adatto per aziende con patrimonio consistente:** è particolarmente utile per società con asset tangibili rilevanti (es. imprese immobiliari o industriali).

### Svantaggi del Metodo Patrimoniale Semplice

- ☛ **Non considera la redditività dell'azienda:** questo metodo ignora la capacità dell'azienda di generare profitti futuri.

☛ **Non valuta gli intangibili:** elementi come il know-how, il brand, la rete di clienti e il goodwill non vengono considerati.

☛ **Rischio di sottovalutazione o sopravvalutazione:** se i valori di bilancio non riflettono il valore di mercato effettivo, la valutazione può risultare distorta.

Il **Metodo Patrimoniale Semplice** è quindi utile per una prima stima del valore aziendale, ma spesso viene integrato con altri metodi (come il metodo reddituale o misto) per una valutazione più completa.

## 5.2. Metodo Patrimoniale Complesso

Il **Metodo Patrimoniale Complesso** è un'evoluzione del Metodo Patrimoniale Semplice, con la differenza fondamentale che prevede un'analisi più approfondita del valore delle attività e delle passività aziendali. Questo metodo si basa su una valutazione a valori correnti, ovvero considera il valore di mercato effettivo degli asset e delle passività, anziché i valori contabili riportati nel bilancio.

L'obiettivo è fornire una stima più accurata del patrimonio netto reale dell'azienda, correggendo eventuali distorsioni derivanti da valori storici o principi contabili.

### Modello matematico

La formula di base per il calcolo del valore aziendale secondo il Metodo Patrimoniale Complesso è:

$$V_A = (A_C + I) - (P_C + F)$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $A_C$  rappresenta il valore corrente delle attività materiali e immateriali,
- $I$  rappresenta eventuali beni immateriali non iscritti a bilancio (es. marchi, brevetti, avviamento generato internamente),
- $P_C$  rappresenta il valore corrente delle passività,
- $F$  rappresenta eventuali passività latenti o oneri potenziali.

A differenza del metodo semplice, il Metodo Patrimoniale Complesso considera sia le **rivalutazioni** che le **rettifiche** delle attività e delle passività, garantendo una stima più realistica del valore aziendale.

### Procedura di Calcolo

**1. Rivalutazione delle attività:** Gli asset vengono valutati ai prezzi di mercato anziché ai valori contabili.

o Si considerano eventuali ammortamenti non contabilizzati in modo adeguato.

o Si includono asset immateriali (marchi, brevetti, software, avviamento generato internamente).

## 2. Valutazione delle passività

- o Le passività vengono aggiornate ai valori correnti.
- o Si tengono in considerazione oneri latenti e passività potenziali (es. cause legali in corso, passività fiscali future).

## 3. Determinazione del valore patrimoniale complesso

- o Si sottraggono le passività dal totale delle attività rivalutate per ottenere il valore netto dell'azienda

### Vantaggi del Metodo Patrimoniale Complesso

- ✓ **Maggiore precisione:** il metodo fornisce una valutazione più realistica rispetto al metodo semplice, considerando il valore effettivo di mercato degli asset e delle passività.
- ✓ **Adatto per aziende con beni rilevanti:** particolarmente utile per imprese con un elevato valore patrimoniale (immobiliare, industriale, finanziario).
- ✓ **Considera gli intangibili:** permette di includere il valore degli asset immateriali, come brevetti, marchi e know-how.
- ✓ **Maggiore attendibilità in operazioni straordinarie:** è un metodo spesso utilizzato in fusioni, acquisizioni e liquidazioni per determinare un valore equo dell'impresa.

### Svantaggi del Metodo Patrimoniale Complesso

- ☞ **Maggiore complessità e soggettività:** la stima dei valori di mercato di attività e passività può essere difficile e soggetta a interpretazioni.
- ☞ **Non considera la redditività futura:** come il metodo patrimoniale semplice, non tiene conto della capacità di generare utili nel tempo.
- ☞ **Costi e tempi più elevati:** la rivalutazione degli asset e la stima delle passività latenti richiedono analisi approfondite e perizie, aumentando il tempo e il costo della valutazione.

Il **Metodo Patrimoniale Complesso** è quindi uno strumento utile per fornire una stima realistica del valore aziendale, specialmente quando l'impresa possiede asset significativi. Tuttavia, per ottenere una valutazione più completa, viene spesso integrato con metodi reddituali o misti

## 5.3. Metodo Reddittuale

Il **Metodo Reddittuale** è una tecnica di valutazione aziendale che si basa sulla capacità dell'impresa di generare reddito nel tempo. A differenza dei metodi patrimoniali, che considerano il valore degli asset aziendali, questo approccio valuta l'azienda come un'entità generatrice di profitti e flussi di cassa futuri.

L'idea principale alla base del Metodo Reddittuale è che il valore di un'azienda dipenda dalla sua capacità di produrre redditi futuri, attualizzati a un tasso che riflette il rischio dell'investimento.

**Modello matematico**

Il calcolo del valore aziendale con il Metodo Reddittuale si basa sulla capitalizzazione del reddito atteso o sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri.

**1. Metodo della Capitalizzazione del Reddito**

Se si assume che il reddito dell'azienda sia costante nel tempo, il valore dell'azienda viene calcolato con la formula:

$$V_A = \frac{R}{r}$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $R$  è il reddito medio normalizzato (utile netto o EBIT, a seconda del contesto),
- $r$  è il tasso di capitalizzazione, che riflette il rendimento atteso da investimenti simili e il rischio d'impresa.

**2. Metodo dell'Attualizzazione dei Flussi di Cassa Futuri (Discounted Cash Flow – DCF)**

Se i redditi futuri non sono costanti, si utilizza un approccio più sofisticato basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi:

$$V_A = \sum_{t=1}^n \left( \frac{FCF_t}{1+r} \right)^t$$

- $FCF_t$  rappresenta il flusso di cassa libero atteso nell'anno  $t$ ,
- $r$  è il tasso di attualizzazione (tipicamente il WACC – Weighted Average Cost of Capital);
- $n$  è l'orizzonte temporale considerato per la previsione dei flussi di cassa.

Questa metodologia è più adatta per imprese con redditi variabili nel tempo e fornisce una stima più precisa del valore economico dell'azienda.

**Procedura di Calcolo**

**1- Determinazione del reddito aziendale**

- Si analizzano i bilanci aziendali per determinare il reddito medio normalizzato o i flussi di cassa attesi.

- Eventuali redditi straordinari o non ricorrenti vengono esclusi per ottenere un valore rappresentativo dell'andamento futuro.

## 2- Scelta del tasso di capitalizzazione o attualizzazione

- Il tasso di capitalizzazione  $r$  può essere stimato considerando i rendimenti medi di settore e il rischio d'impresa. ○ Nel caso del metodo DCF, si utilizza il WACC, che rappresenta il costo medio ponderato del capitale aziendale.

## 3- Calcolo del valore aziendale

- Con il metodo della capitalizzazione del reddito, si divide il reddito atteso per il tasso di capitalizzazione.
- Con il metodo DCF, si attualizzano i flussi di cassa previsti per determinare il valore attuale netto dell'azienda.

### Vantaggi del Metodo Reddituale

- ✓ **Considera la capacità di generare reddito:** a differenza dei metodi patrimoniali, il valore dell'azienda non dipende solo dagli asset, ma anche dalla sua redditività futura.
- ✓ **Adatto per imprese con pochi asset tangibili:** utile per aziende del settore terziario, tecnologico o servizi, dove il valore è più legato ai profitti che agli asset fisici.
- ✓ **Più realistico per imprese in crescita:** tiene conto delle prospettive future e non solo della situazione attuale dell'azienda.

### Svantaggi del Metodo Reddituale

- ☞ **Dipendenza dalle previsioni:** il metodo si basa su stime dei redditi futuri, che possono essere soggette a errori e incertezze.
- ☞ **Sensibilità al tasso di attualizzazione:** piccole variazioni nel tasso  $r$  possono avere un impatto significativo sul valore calcolato.
- ☞ **Non considera il valore degli asset:** se un'azienda ha un patrimonio rilevante ma non produce redditi elevati, il metodo reddituale potrebbe sottovalutarla.

Il **Metodo Reddituale** è particolarmente indicato per aziende che generano profitti costanti o in crescita, mentre per una valutazione più completa è spesso combinato con il Metodo Patrimoniale o il Metodo Misto

## 5.4. Metodo Misto Reddituale Patrimoniale

Il **Metodo Misto Reddituale-Patrimoniale** è una tecnica di valutazione aziendale che combina i criteri del **Metodo Patrimoniale** e del **Metodo Reddituale** per fornire una stima più equilibrata e completa del valore di un'impresa.

Questo metodo parte dalla valutazione del patrimonio netto dell'azienda, come nei metodi patrimoniali, e successivamente aggiunge un valore legato alla sua capacità di generare reddito, considerando il surplus reddituale rispetto a un rendimento normale del capitale investito.

L'obiettivo principale è ottenere una valutazione che tenga conto sia della solidità patrimoniale dell'azienda sia della sua capacità di generare profitti futuri.

### Modello Matematico

La formula più comune per il calcolo del valore aziendale con il Metodo Misto Reddituale Patrimoniale è:

$$V_A = P + \frac{(R - P \times r)}{r}$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $P$  è il valore del patrimonio netto rettificato (rivalutato ai valori correnti),
- $R$  è il reddito medio normalizzato dell'impresa,
- $r$  è il tasso di rendimento normale del capitale investito (stimato in base al settore o al rischio dell'impresa).

Se l'azienda genera un reddito maggiore rispetto a un rendimento normale del capitale, tale surplus reddituale viene capitalizzato e aggiunto al valore patrimoniale.

### Procedura di Calcolo

#### **1. Determinazione del patrimonio netto rettificato**

- Si parte dalla valutazione patrimoniale complessa, ovvero il patrimonio netto viene aggiornato ai valori di mercato (attività rivalutate e passività rettificate).

#### **2. Determinazione del reddito normalizzato**

- Si calcola il reddito medio atteso per il futuro, escludendo componenti straordinarie e non ricorrenti.

#### **3. Calcolo del surplus reddituale**

- Si confronta il reddito normalizzato con il rendimento normale atteso dal patrimonio investito ( $P \cdot r$ ).
- Se l'azienda genera un reddito superiore al rendimento normale, tale surplus viene capitalizzato.

#### **4. Determinazione del valore aziendale**

- o Il valore finale è dato dalla somma del patrimonio netto rettificato e della capitalizzazione del surplus reddituale.

#### Vantaggi del Metodo Misto Reddituale-Patrimoniale

- ✓ **Equilibrio tra solidità patrimoniale e capacità di generare reddito:** permette di valutare sia il valore degli asset che la redditività dell'impresa.
- ✓ **Maggiore precisione:** è più realistico rispetto ai metodi puramente patrimoniali o reddituali, in quanto considera entrambi gli aspetti.
- ✓ **Adatto a diversi tipi di imprese:** è particolarmente utile per aziende con asset rilevanti ma anche una capacità di generare profitti significativa.
- ✓ **Utile in contesti di negoziazione:** spesso utilizzato in operazioni di compravendita aziendale per fornire una valutazione più equa.

#### Svantaggi del Metodo Misto Reddituale-Patrimoniale

- ☛ **Maggiore complessità di calcolo:** richiede sia la rivalutazione del patrimonio sia la stima del reddito futuro, aumentando la difficoltà dell'analisi.
- ☛ **Soggettività nella scelta del tasso di rendimento normale:** il valore dell'azienda può variare significativamente a seconda del tasso  $r$  utilizzato.
- ☛ **Richiede dati finanziari affidabili:** se i dati storici o le previsioni reddituali non sono accurati, la valutazione può risultare distorta.

Il **Metodo Misto Reddituale-Patrimoniale** è uno dei più completi e utilizzati nella valutazione d'impresa, in quanto bilancia la solidità patrimoniale con la capacità di generare valore nel tempo. Viene spesso impiegato in trattative di acquisizione, fusioni e operazioni straordinarie per fornire una valutazione più realistica e giustificabile.

#### **5.5. Metodo di Mercato**

Il **Metodo di Mercato** è una tecnica di valutazione aziendale basata sul confronto con imprese simili già oggetto di transazioni sul mercato. Questo approccio parte dal presupposto che il valore di un'azienda possa essere determinato analizzando i prezzi di vendita di aziende comparabili o moltiplicando alcune metriche economico-finanziarie con i multipli di mercato osservati.

A differenza dei metodi patrimoniali e reddituali, che si basano su stime interne dell'azienda, il Metodo di Mercato utilizza dati esterni, rendendolo particolarmente utile in situazioni in cui esiste un mercato attivo per imprese simili.

#### Modello Matematico

Il Metodo di Mercato si basa principalmente sull'uso di **multipli di mercato**, che esprimono il valore di un'azienda in relazione a una determinata variabile economico-finanziaria (es. utile, fatturato, EBITDA).

La formula generale per la valutazione è:

$$V_A = M \times X$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $M$  è il multiplo di mercato applicabile,
- $X$  è la variabile economica utilizzata per la valutazione (es. utile netto, EBITDA, fatturato).

I multipli più comuni utilizzati sono:

- **P/E (Price/Earnings)**: prezzo dell'azione diviso per l'utile per azione, usato per aziende quotate in borsa.
- **EV/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA)**: rapporto tra il valore d'impresa e l'EBITDA, spesso usato per valutazioni nel settore industriale.
- **EV/Sales (Enterprise Value/Fatturato)**: utile per settori con margini variabili, come tecnologia e startup.

Se sono disponibili dati su transazioni recenti di aziende simili, si può calcolare il multiplo medio osservato sul mercato e applicarlo ai dati dell'azienda in valutazione.

### Procedura di Calcolo

1. **Identificazione di aziende comparabili**: Si analizzano aziende simili per dimensioni, settore e modello di business. Si individuano transazioni di aziende comparabili o multipli di mercato disponibili.
2. **Scelta del multiplo di riferimento**: Si seleziona un multiplo adeguato in base alla natura dell'azienda e ai dati disponibili (P/E, EV/EBITDA, EV/Sales, ecc.).
3. **Applicazione del multiplo**: Si moltiplica il valore della metrica scelta (utile, EBITDA, fatturato) per il multiplo di riferimento per ottenere una stima del valore aziendale.
4. **Eventuali aggiustamenti**: Si considerano elementi specifici dell'azienda che potrebbero giustificare una variazione rispetto ai multipli di mercato (es. prospettive di crescita, solidità finanziaria, rischi specifici).

### Vantaggi del Metodo di Mercato

- ✓ **Basato su dati reali di mercato**: il valore dell'azienda è determinato sulla base di prezzi effettivi osservati nel mercato, rendendo la valutazione più oggettiva.

- ✓ **Rapido e semplice da applicare:** rispetto ai metodi reddituali e patrimoniali, l'approccio basato su multipli è più immediato.
- ✓ **Utile per aziende senza dati finanziari storici solidi:** le startup e le aziende in crescita possono essere valutate confrontandole con imprese simili.
- ✓ **Rilevante per operazioni di compravendita:** molto utilizzato in fusioni, acquisizioni e operazioni finanziarie.

#### Svantaggi del Metodo di Mercato

- ☛ **Dipendenza dalla disponibilità di dati comparabili:** trovare aziende realmente simili può essere complesso, soprattutto per aziende con caratteristiche uniche.
- ☛ **Sensibilità ai cicli economici:** i multipli di mercato variano nel tempo e possono essere influenzati da fattori macroeconomici.
- ☛ **Non considera le peculiarità specifiche dell'azienda:** due aziende dello stesso settore possono avere strategie e prospettive molto diverse, rendendo il confronto meno preciso.
- ☛ **Rischio di distorsioni:** se il mercato sopravvalutasse o sottovalutasse, il valore stimato potrebbe essere errato.

Il **Metodo di Mercato** è particolarmente utile in contesti in cui esiste un mercato attivo per imprese simili, come nelle operazioni di **fusioni e acquisizioni (M&A)**, **IPO** e **valutazioni per investitori**. Tuttavia, per ottenere una stima più completa e affidabile, spesso viene utilizzato in combinazione con altri metodi, come il Metodo Reddittuale o il Metodo Patrimoniale.

#### **5.6. Metodo del Goodwill**

Il **Metodo del Goodwill** è una tecnica di valutazione aziendale che si basa sulla combinazione del valore patrimoniale e del valore derivante dalla capacità dell'azienda di generare extra-redditi rispetto alla media del settore. Questo metodo tiene conto del fatto che alcune imprese possiedono asset intangibili di grande valore (marchi, reputazione, clientela fidelizzata, know-how), i quali non sono sempre adeguatamente riflessi nei bilanci aziendali.

Il **Goodwill** rappresenta quindi la componente immateriale dell'azienda, ossia il sovrapprezzo che un investitore sarebbe disposto a pagare rispetto al semplice valore contabile del patrimonio.

#### Principio di base e modello matematico

Il valore dell'azienda secondo il Metodo del Goodwill si calcola attraverso la seguente formula:

$$V_A = V_P + GW$$

Dove:

- $V_A$  è il valore totale dell'azienda

- $V_P$  è il valore patrimoniale rettificato dell'impresa (ottenuto con il Metodo Patrimoniale Complesso);
- $GW$  è il valore del goodwill, calcolato sulla base degli extra-redditi generati dall'azienda rispetto alla media del settore.

Il **Goodwill** viene stimato come il valore attuale degli **extra-redditi attesi** nel tempo, applicando un tasso di attualizzazione appropriato. La formula per calcolare il goodwill è:

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{(R_t - R_m)}{(1 - r)^t}$$

oppure, in caso di rendita perpetua:

$$GW = \frac{(R - R_m)}{r}$$

dove:

- $R_t$  è il reddito dell'azienda nell'anno  $t$ ;
- $R_m$  è il reddito medio di aziende comparabili nel settore;
- $r$  è il tasso di attualizzazione che riflette il rischio aziendale e il costo del capitale;
- $n$  è il numero di anni per cui si prevede il mantenimento dell'extra-reddito.

In alternativa, in alcune applicazioni pratiche, il goodwill può essere calcolato come un multiplo dell'extra-reddito medio normalizzato:

$$GW = k(R - R_m)$$

dove  $k$  è un coefficiente moltiplicativo, determinato in base a variabili di mercato e settoriali.

### Caratteristiche del Metodo

Il Metodo del Goodwill viene utilizzato in situazioni in cui si ritiene che l'azienda abbia un valore superiore al suo semplice patrimonio contabile grazie alla sua capacità di generare redditi sopra la media. Questo metodo è particolarmente applicato nella valutazione di aziende con forte avviamento, marchi consolidati, know-how distintivo e relazioni commerciali di valore.

È frequentemente adottato in operazioni di acquisizione e fusione, in quanto consente di determinare il prezzo di acquisto di un'azienda tenendo conto anche della sua componente immateriale.

### Vantaggi del Metodo del Goodwill

1. **Considera il valore degli asset immateriali:** include nel calcolo il valore di fattori strategici spesso non contabilizzati nei bilanci.
2. **Fornisce una stima più realistica del valore aziendale:** è più rappresentativo rispetto ai soli metodi patrimoniali, specialmente per aziende con una forte presenza sul mercato.
3. **Adatto per aziende con elevata redditività:** il metodo premia le imprese capaci di generare redditi superiori alla media del settore.
4. **Utilizzabile in contesti di M&A e transazioni strategiche:** aiuta a stabilire il valore equo di un'azienda in operazioni di acquisizione, evitando sottostime legate a un approccio puramente patrimoniale.

### Svantaggi del Metodo del Goodwill

1. **Dipendenza dalle stime dei redditi futuri:** il calcolo del goodwill si basa su previsioni di reddito che possono essere incerte e soggette a variazioni.
2. **Scelta del tasso di attualizzazione:** il valore finale dipende fortemente dal tasso  $r$ , la cui determinazione può essere complessa e influenzata dal contesto di mercato.
3. **Possibile sovrastima del valore dell'azienda:** se gli extra-redditi sono momentanei o non sostenibili nel lungo periodo, il goodwill potrebbe risultare eccessivo.
4. **Non sempre applicabile a tutte le imprese:** aziende con redditività nella media del settore o inferiore difficilmente possono essere valutate con questo metodo.

### Conclusioni

Il **Metodo del Goodwill** è una metodologia utile per stimare il valore di aziende che presentano vantaggi competitivi significativi e un'elevata capacità di generare redditi superiori alla media del settore. Sebbene offra una visione più completa rispetto ai metodi patrimoniali puri, la sua applicazione richiede una corretta valutazione degli extra-redditi e un'attenta scelta del tasso di attualizzazione. Per questo motivo, spesso viene utilizzato in combinazione con altri metodi di valutazione per ottenere una stima più equilibrata e affidabile del valore aziendale.

### **5.7. Metodo DCF (Discounted Cash Flow)**

Il **Metodo DCF (Discounted Cash Flow)** è una delle metodologie più utilizzate nella valutazione aziendale, in quanto si basa sulla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri. Questo metodo considera il valore di un'azienda come la somma dei suoi **flussi di cassa futuri attualizzati**, utilizzando un tasso di sconto che riflette il rischio dell'impresa.

A differenza dei metodi patrimoniali, che si concentrano sugli asset aziendali, e dei metodi di mercato, che si basano su multipli comparativi, il DCF fornisce una valutazione più dinamica e prospettica, utile soprattutto per aziende in crescita o con forte generazione di cassa.

Principio di base e modello matematico

Il valore dell'azienda secondo il Metodo DCF si calcola attraverso la seguente formula:

$$V_A = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

dove:

- $V_A$  è il valore attuale dell'azienda;
- $FCF_t$  rappresenta il **Free Cash Flow (FCF)** previsto per l'anno  $tt$ ;
- $r$  è il **tasso di sconto**, che riflette il costo del capitale dell'impresa (può essere calcolato tramite il **WACC - Weighted Average Cost of Capital**);
- $n$  è il numero di anni del periodo di previsione;
- $TV$  è il **Terminal Value**, ovvero il valore dell'azienda oltre il periodo di previsione, calcolato con la formula della crescita perpetua:

$$TV = \frac{FCF_{n+1}}{r - g}$$

dove:

- $FCF_{n+1}$  è il flusso di cassa previsto per il primo anno successivo al periodo esplicito di previsione;
- $g$  è il **tasso di crescita perpetua**, che rappresenta il tasso di crescita sostenibile dell'azienda nel lungo periodo.

Calcolo del Free Cash Flow (FCF)

Il **Free Cash Flow** rappresenta il flusso di cassa disponibile per gli investitori dopo aver coperto gli investimenti operativi e le esigenze di capitale. La formula per calcolarlo è:

$$FCF = EBIT(1 - T) + D - CAPEX - \Delta WC$$

dove:

- $EBIT$  è l'utile operativo (Earnings Before Interest and Taxes);
- $T$  è l'aliquota fiscale media dell'impresa;
- $D$  rappresenta gli ammortamenti e le svalutazioni;
- $CAPEX$  sono gli investimenti in immobilizzazioni (Capital Expenditures);
- $\Delta WC$  è la variazione del capitale circolante netto (Working Capital).

Questa formula evidenzia come il valore di un'azienda dipenda dalla sua capacità di generare cassa, piuttosto che dai semplici utili contabili.

### Caratteristiche del Metodo

Il Metodo DCF si basa su una previsione dettagliata dei flussi di cassa futuri, solitamente per un periodo di 5-10 anni, e sull'attualizzazione di questi flussi attraverso un tasso di sconto adeguato. Il Terminal Value rappresenta spesso una parte significativa del valore totale dell'azienda, motivo per cui la scelta del tasso di crescita  $g$  deve essere fatta con particolare attenzione.

Per determinare il tasso di sconto  $rr$ , si utilizza il **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**, che esprime il costo medio ponderato del capitale dell'azienda, considerando il mix di debito e capitale proprio:

$$WACC = \left( \frac{E}{E + D} \right) \cdot Re + \left( \frac{D}{E + D} \right) \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

dove:

- $E$  è il valore del capitale proprio;
- $D$  è il valore del debito;
- $Re$  è il costo del capitale proprio (calcolato con il modello **CAPM – Capital Asset Pricing Model**);
- $Rd$  è il costo del debito;
- $TT$  è l'aliquota fiscale.

### Vantaggi del Metodo DCF

1. **Valutazione basata su dati finanziari concreti:** il metodo è ancorato alla capacità dell'azienda di generare cassa, piuttosto che a valori contabili.
2. **Adatto per aziende in crescita:** il DCF è particolarmente utile per imprese con forte espansione e flussi di cassa prevedibili.
3. **Flessibilità:** può essere applicato a diversi settori e modelli di business, adattando le ipotesi sui flussi di cassa e il tasso di crescita.
4. **Utilizzabile per decisioni strategiche:** è uno strumento chiave per operazioni di fusione, acquisizione e investimenti.

### Svantaggi del Metodo DCF

1. **Dipendenza da ipotesi soggettive:** la valutazione è altamente sensibile alle previsioni di flussi di cassa, tassi di crescita e tassi di sconto, rendendola vulnerabile a errori.

2. **Difficoltà nel determinare il Terminal Value:** il valore finale spesso rappresenta una parte significativa della valutazione complessiva, e una piccola variazione del tasso di crescita  $g$  può alterare drasticamente il risultato.
3. **Richiede dati finanziari affidabili:** se l'azienda non dispone di previsioni attendibili, il metodo può risultare poco preciso.
4. **Non adatto a imprese con flussi di cassa irregolari:** aziende con redditività volatile o negative potrebbero non essere valutate correttamente con il DCF.

Il **Metodo DCF** è uno degli strumenti più avanzati per la valutazione d'impresa, grazie alla sua capacità di stimare il valore attuale dell'azienda basandosi sui flussi di cassa futuri. Tuttavia, la sua efficacia dipende dalla qualità delle previsioni e dalla corretta determinazione dei parametri chiave, come il tasso di sconto e il Terminal Value. Per questo motivo, è spesso utilizzato in combinazione con altri metodi di valutazione per ottenere una stima più affidabile e robusta.

### 5.8. Metodo EVA (*Economic Value Added*)

Il **Metodo EVA (Economic Value Added)** è una metodologia di valutazione aziendale basata sulla creazione di valore economico per gli azionisti. Questo metodo misura la capacità di un'impresa di generare profitti superiori al costo del capitale impiegato, valutando così se l'azienda sta effettivamente creando o distruggendo valore.

A differenza dei metodi patrimoniali o reddituali tradizionali, l'EVA non si limita a considerare il reddito generato, ma lo confronta con il costo del capitale investito, fornendo una misura più efficace della performance economica.

#### Principio di base e modello matematico

L'EVA si calcola con la seguente formula:

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

dove:

- $EVA$  = Economic Value Added, valore economico aggiunto;
- $NOPAT$  = Net Operating Profit After Taxes, ossia il reddito operativo netto dopo le imposte;
- $C$  = Capitale investito (Net Operating Assets, NOA), ovvero il capitale impiegato per finanziare le operazioni aziendali;
- $WACC$  = Weighted Average Cost of Capital, il costo medio ponderato del capitale.

L'EVA indica se l'azienda è in grado di generare un rendimento superiore al costo del capitale. Se  $EVA > 0$ , significa che l'azienda sta creando valore economico per gli investitori; se  $EVA < 0$ , indica che l'azienda sta distruggendo valore.

### Determinazione dei componenti dell'EVA

#### 1. NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)

Il NOPAT è il reddito operativo dell'azienda depurato dagli effetti fiscali, e si calcola come:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - T)$$

dove:

- $EBIT$  = Earnings Before Interest and Taxes, utile operativo prima degli interessi e delle imposte;
- $T$  = Aliquota fiscale effettiva dell'azienda.

#### 2. Capitale Investito (C)

Il capitale investito rappresenta il totale delle risorse impiegate per generare reddito e si calcola come:

$$C = \text{Attività operative nette} - \text{Passività operative non onerose}$$

o in alternativa come la somma di capitale proprio e debito netto:

$$C = \text{Equity} + \text{Debito Netto}$$

#### 3. WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Il costo medio ponderato del capitale si determina con la formula:

$$WACC = \left( \frac{E}{E + D} \right) \cdot Re + \left( \frac{D}{E + D} \right) \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

dove:

- $E$  = Valore del capitale proprio;
- $D$  = Valore del debito;
- $Re$  = Costo del capitale proprio (calcolato con il modello CAPM - Capital Asset Pricing Model);
- $Rd$  = Costo del debito;
- $Tc$  = Aliquota fiscale effettiva.

### Caratteristiche del Metodo EVA

Il Metodo EVA è un indicatore chiave per gli investitori e i manager, poiché misura la reale creazione di valore di un'azienda oltre la semplice redditività contabile. L'approccio si concentra

sul valore generato dagli investimenti e sulle decisioni finanziarie, rendendolo un metodo utile per la gestione strategica delle risorse aziendali.

### Vantaggi del Metodo EVA

1. **Misura la reale creazione di valore:** a differenza degli utili contabili, l'EVA mostra se un'azienda sta effettivamente generando un rendimento superiore al costo del capitale investito.
2. **Indipendente dai principi contabili:** elimina distorsioni contabili e fornisce una misura più economica della performance aziendale.
3. **Strumento utile per la gestione aziendale:** aiuta i manager a prendere decisioni più orientate alla creazione di valore per gli azionisti.
4. **Comparabilità tra aziende e settori:** permette di confrontare la performance economica di diverse aziende, anche appartenenti a settori differenti.

### Svantaggi del Metodo EVA

1. **Difficoltà nel calcolo dei parametri:** la determinazione del capitale investito e del WACC può essere complessa e soggetta a interpretazioni.
2. **Sensibilità ai tassi di attualizzazione:** variazioni nel calcolo del WACC possono influenzare significativamente il valore dell'EVA.
3. **Non adatto a tutte le imprese:** aziende con redditi volatili o elevate spese in ricerca e sviluppo possono risultare penalizzate.
4. **Necessità di dati finanziari accurati:** richiede una profonda analisi del bilancio e degli investimenti aziendali.

### Conclusioni

Il Metodo EVA (Economic Value Added) rappresenta un approccio avanzato alla valutazione aziendale, poiché fornisce un'indicazione chiara della capacità dell'azienda di generare valore economico oltre i costi del capitale. Sebbene la sua applicazione richieda una corretta determinazione del WACC e del capitale investito, è uno strumento fondamentale per manager e investitori che desiderano valutare le reali performance economiche di un'impresa.

### **5.9. Metodo dei Multipli di Transazione**

Il Metodo dei Multipli di Transazione è una tecnica di valutazione aziendale che si basa sull'analisi di operazioni di fusione, acquisizione o vendita di aziende comparabili per determinare il valore di un'impresa target. Questo metodo si fonda sul principio che il valore di mercato di un'azienda possa essere stimato osservando i prezzi effettivi pagati in transazioni recenti di società simili.

A differenza del **Metodo dei Multipli di Mercato**, che utilizza i dati delle aziende quotate in borsa, il Metodo dei Multipli di Transazione considera i **prezzi effettivi di vendita di aziende private o pubbliche**, riflettendo così valutazioni reali e non solo capitalizzazioni di mercato.

### Principio di base e modello matematico

Il valore di un'azienda con questo metodo viene calcolato applicando **multipli finanziari** derivati da transazioni comparabili al parametro economico della società in valutazione. La formula generale è:

$$V_A = M_T \times P$$

dove:

- $V_A$  = Valore dell'azienda target;
- $M_T$  = Multiplo medio osservato nelle transazioni comparabili;
- $P$  = Parametro finanziario dell'azienda target (es. EBITDA, Ricavi, Utile Netto).

I multipli più comunemente utilizzati includono:

#### **Multipli basati sui ricavi:**

$$V_A = EV/Sales \times \text{Fatturato}$$

dove  $EV/Sales$  misura il rapporto tra valore dell'impresa e il fatturato.

#### **Multipli basati sul margine operativo lordo (EBITDA):**

$$V_A = EV/EBITDA \times EBITDA$$

dove  $EV/EBITDA$  esprime il valore dell'impresa rispetto alla sua redditività operativa.

#### **Multipli basati sugli utili netti:**

$$V_A = P/E \times \text{Utile Netto}$$

dove  $P/E$  (Price/Earnings) rappresenta il rapporto tra prezzo pagato e utile netto generato.

### Fasi dell'Applicazione del Metodo

#### **Identificazione delle transazioni comparabili**

- Si selezionano operazioni recenti di acquisizione o fusione in settori simili.
- Si analizzano caratteristiche come dimensioni dell'azienda, mercato di riferimento e condizioni economiche della transazione.

#### **Calcolo dei multipli di transazione**

- Si determinano i multipli medi osservati nelle transazioni comparabili.
- I multipli vengono calcolati dividendo il valore di vendita dell'azienda acquisita per i suoi indicatori economici (ricavi, EBITDA, utile netto).

#### Applicazione dei multipli all'azienda target

- Si applicano i multipli ottenuti ai valori dell'azienda da valutare per stimarne il valore.

Aggiustamenti per differenze specifiche

- Si considerano eventuali differenze in termini di crescita, redditività, rischio o caratteristiche operative tra le aziende comparabili e l'azienda target.

### Caratteristiche del Metodo

Il Metodo dei Multipli di Transazione fornisce una valutazione basata su dati reali di operazioni di mercato, risultando particolarmente utile per aziende non quotate in borsa o per valutazioni in contesti di M&A. Tuttavia, la sua efficacia dipende dalla qualità e dalla rilevanza dei dati utilizzati.

### Vantaggi del Metodo dei Multipli di Transazione

1. **Basato su valori reali di mercato:** i prezzi derivano da operazioni concrete, riflettendo valutazioni effettive.
2. **Applicabile a aziende non quotate:** utile per società private che non dispongono di un valore di mercato direttamente osservabile.
3. **Rapidità di calcolo:** una volta individuate le transazioni comparabili, il metodo è semplice e veloce da applicare.
4. **Utilizzo in operazioni di M&A:** consente ai potenziali acquirenti di stimare un prezzo equo in base a benchmark di settore.

### Svantaggi del Metodo dei Multipli di Transazione

1. **Difficoltà nell'ottenere dati comparabili:** le informazioni sulle transazioni possono essere riservate e non sempre disponibili.
2. **Rischio di disomogeneità tra le aziende:** differenze in termini di dimensioni, redditività e crescita possono rendere difficile un confronto preciso.
3. **Influenza delle condizioni di mercato:** i multipli variano nel tempo e possono essere influenzati da fasi di boom o recessione economica.
4. **Possibile distorsione dovuta a fattori specifici delle transazioni:** ogni operazione può avere caratteristiche uniche (sinergie, premi di controllo, condizioni contrattuali) che non sempre sono replicabili in altre valutazioni.

### Conclusioni

Il Metodo dei Multipli di Transazione è un approccio efficace per valutare un'azienda basandosi su dati di operazioni reali, offrendo un'indicazione di prezzo basata sul comportamento del mercato. Tuttavia, la sua applicazione richiede una selezione attenta delle transazioni comparabili e un'analisi critica dei multipli utilizzati, al fine di ottenere una stima affidabile e rappresentativa del valore aziendale.

### 5.10. Metodo Discounted Cash Surplus

Il **Metodo Discounted Cash Surplus (DCS)** è una tecnica avanzata di valutazione aziendale che si basa sulla capacità dell'impresa di generare surplus di cassa dopo aver finanziato tutte le proprie esigenze operative e di investimento. Questo metodo è particolarmente utile per valutare aziende che hanno una gestione finanziaria solida e un'efficiente allocazione del capitale, permettendo di stimare il valore dell'impresa in base ai **flussi di cassa eccedenti** disponibili per gli azionisti o per nuovi investimenti.

A differenza del **Metodo Discounted Cash Flow (DCF)**, che valuta l'azienda sulla base dei flussi di cassa operativi complessivi, il **DCS** si concentra esclusivamente sui flussi di cassa in eccesso dopo aver coperto tutte le esigenze aziendali, come investimenti, pagamenti del debito e costi di capitale.

#### Principio di base e modello matematico

Il valore dell'azienda secondo il **Metodo Discounted Cash Surplus** si calcola attualizzando i **flussi di cassa eccedenti futuri** a un tasso di sconto adeguato. La formula generale è:

$$V_A = \sum_{t=1}^n CS_t \frac{TV}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

dove:

- $V_A$  = Valore attuale dell'azienda;
- $CS_t$  = Cash Surplus (surplus di cassa) previsto per l'anno  $t$ ;
- $r$  = Tasso di sconto applicato (può essere il Costo del Capitale Proprio (Cost of Equity,  $r_e$ ) o il WACC, a seconda dell'analisi);
- $n$  = Numero di anni del periodo di previsione;
- $TV$  = Terminal Value, ovvero il valore dell'azienda oltre il periodo di previsione, calcolato con la formula della crescita perpetua:

$$TV = \frac{CS_{n+1}}{r - g}$$

dove

- $CS_{n+1}$  è il surplus di cassa previsto per il primo anno successivo al periodo esplicito di previsione;

- $g$  è il **tasso di crescita perpetua**, che rappresenta il tasso di crescita sostenibile dell'azienda nel lungo periodo.

Il **Cash Surplus** rappresenta il flusso di cassa residuo disponibile per gli azionisti dopo aver finanziato tutte le esigenze operative e di investimento dell'azienda. Si calcola come:

$$CS = FCF - (CAPEX + Rimborsodebiti + VariazioneCapitaleCircolante)$$

dove

- $FCF$  = Free Cash Flow, il flusso di cassa generato dall'azienda prima della distribuzione del surplus;

- $CAPEX$  = Investimenti in immobilizzazioni (Capital Expenditures);

- $Rimborsodebiti$  = Pagamenti effettuati per ridurre l'indebitamento;

$VariazioneCapitaleCircolante$  = Incremento o decremento del capitale circolante netto.

Se il cash surplus è positivo, significa che l'azienda ha liquidità disponibile per nuovi investimenti o per remunerare gli azionisti; se è negativo, indica che l'impresa deve attingere a nuove fonti di finanziamento per sostenere la propria attività.

### Caratteristiche del Metodo

Il **Metodo Discounted Cash Surplus** si basa su un'analisi dettagliata della gestione finanziaria dell'azienda, andando oltre la semplice valutazione dei flussi di cassa operativi. Questo approccio è particolarmente utile per imprese con una strategia di capital allocation ben definita, in cui il valore per gli azionisti dipende dalla capacità di generare surplus di cassa sostenibili nel tempo.

### Vantaggi del Metodo Discounted Cash Surplus

1. **Valutazione basata sulla reale capacità di generare valore:** il metodo considera solo i flussi di cassa effettivamente disponibili per la creazione di valore per gli azionisti.
2. **Utile per aziende con forte generazione di cassa:** ideale per imprese con elevata liquidità e politiche di investimento strategiche.
3. **Fornisce una visione chiara dell'efficienza finanziaria:** aiuta a identificare se l'azienda sta realmente creando surplus di cassa o se sta bruciando risorse per mantenere la propria attività.
4. **Maggiore precisione rispetto al metodo DCF tradizionale:** il DCS evita sovrastime derivanti da investimenti futuri non sostenibili o eccessive spese operative.

### Svantaggi del Metodo Discounted Cash Surplus

1. **Dipendenza dalle previsioni finanziarie:** il metodo si basa su ipotesi sui flussi di cassa futuri, che possono essere difficili da stimare con precisione.
2. **Difficoltà nella determinazione del surplus di cassa:** il calcolo richiede un'analisi approfondita della gestione finanziaria dell'azienda, considerando tutti i fattori che influenzano la liquidità disponibile.
3. **Sensibilità al tasso di sconto e al Terminal Value:** variazioni del tasso di sconto ( $rr$ ) o del tasso di crescita ( $gg$ ) possono alterare significativamente il valore stimato.
4. **Non adatto a tutte le imprese:** aziende con elevato indebitamento o con una politica di reinvestimento aggressiva potrebbero avere surplus di cassa ridotti o negativi, rendendo il metodo meno applicabile.

### Conclusioni

Il **Metodo Discounted Cash Surplus** rappresenta un'evoluzione del tradizionale **DCF**, focalizzandosi esclusivamente sui flussi di cassa eccedenti disponibili per gli investitori. Questo approccio consente di ottenere una stima più accurata della reale capacità dell'azienda di creare valore nel tempo. Tuttavia, la sua applicazione richiede un'attenta analisi della gestione finanziaria dell'impresa e delle sue strategie di allocazione del capitale, oltre a ipotesi prudenti sulle variabili di crescita e di sconto. Per questo motivo, il DCS viene spesso utilizzato in combinazione con altri metodi per ottenere una valutazione più solida e affidabile.

### **5.11 Metodo del Valore di Marca (*Brand Valuation*)**

Il **Metodo del Valore di Marca (*Brand Valuation*)** è una tecnica di valutazione aziendale che mira a determinare il valore economico di un marchio. Il brand, essendo un asset immateriale, può rappresentare una parte significativa del valore complessivo di un'azienda, specialmente nei settori in cui la reputazione, la fedeltà dei clienti e il posizionamento di mercato giocano un ruolo cruciale (ad esempio, lusso, tecnologia, alimentare e moda).

Esistono diversi approcci per stimare il valore del brand, ognuno dei quali si basa su aspetti differenti, come il contributo del marchio ai ricavi aziendali, la percezione dei consumatori e il confronto con brand simili sul mercato.

### Modelli Matematici per il Brand Valuation

Il valore di un marchio può essere stimato utilizzando tre principali metodi:

#### **1- Metodo del Costo di Sostituzione**

Questo approccio determina il valore del brand stimando il costo che un'azienda dovrebbe sostenere per creare un marchio equivalente da zero.

*n*

$$V_A = \sum_{t=1} C_t$$

dove:

- $V_B$  è il valore del brand,
- $C_t$  rappresenta i costi annuali sostenuti per lo sviluppo e la promozione del marchio,
- $n$  è il numero di anni considerati per la costruzione del brand.

È un metodo semplice, ma non tiene conto del valore percepito dal mercato o della capacità del brand di generare profitti futuri.

## 2- Metodo dei Premi di Prezzo (Price Premium Method)

Si basa sulla capacità del marchio di giustificare prezzi più elevati rispetto a prodotti o servizi simili privi di un marchio riconosciuto.

$$V_B = (P_M - P_U) \times Q$$

dove:

- $P_M$  è il prezzo di vendita del prodotto con il marchio,
- $P_U$  è il prezzo di un prodotto simile senza marchio,
- $Q$  è la quantità venduta del prodotto brandizzato.

Questo metodo è utile per stimare il valore economico della percezione del brand, ma può essere influenzato da altri fattori di mercato.

## 3- Metodo Reddittuale (Royalty Relief Method)

Si basa sulla stima delle royalties che un'azienda dovrebbe pagare se dovesse utilizzare il proprio marchio sotto licenza, invece di possederlo direttamente.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(R_t \times RR) \times (1 - T)}{(1 + r)^t}$$

Dove:

- $V$  = valore attuale dell'intangibile
- $R_t$  = ricavi attesi generati dall'utilizzo dell'intangibile nell'anno  $t$
- $RR$  = royalty rate (aliquota di royalty appropriata, stimata per transazioni comparabili)
- $T$  = tax rate (aliquota fiscale effettiva)
- $r$  = tasso di attualizzazione (WACC o tasso adeguato al rischio dell'intangibile)
- $n$  = vita economica residua stimata dell'intangibile

Questo è uno dei metodi più utilizzati nelle valutazioni aziendali, in quanto riflette la capacità del brand di generare valore economico nel tempo.

### Procedura di Calcolo del Brand Valuation

#### a) Scelta del metodo di valutazione

A seconda del contesto e della disponibilità di dati, si seleziona il metodo più appropriato (costo di sostituzione, premi di prezzo o reddito da royalties).

#### Raccolta dati

Si analizzano dati finanziari aziendali, confronti di mercato e studi sui consumatori per determinare il valore del brand.

#### b) Applicazione della formula scelta

Si calcola il valore del brand in base al metodo prescelto, considerando elementi come costi di marketing, margini di prezzo e redditi futuri derivanti dal marchio

#### c) Attualizzazione del valore (se necessario)

Se si utilizza un approccio basato sui redditi futuri, questi vengono attualizzati per riflettere il valore presente del brand.

### Vantaggi del Metodo del Valore di Marca

- ✓ **Riconosce il valore degli asset intangibili:** il brand spesso rappresenta una parte rilevante del valore di un'azienda, specialmente nei settori orientati ai consumatori.
- ✓ **Adatto per aziende con forte riconoscimento di mercato:** utile per aziende con un marchio consolidato che genera vantaggi competitivi e fedeltà dei clienti.
- ✓ **Utilizzabile per strategie di licensing e operazioni M&A:** il valore del brand è un elemento chiave nelle operazioni di fusione, acquisizione e vendita di asset intangibili.

### Svantaggi del Metodo del Valore di Marca

- ☛ **Difficoltà nella raccolta di dati affidabili:** determinare il reale impatto del brand sulle vendite e sulla redditività può essere complesso.
- ☛ **Soggettività nella scelta dei parametri:** il valore del marchio dipende da ipotesi su premi di prezzo, tassi di royalty e altri fattori spesso difficili da stimare con precisione.
- ☛ **Influenza delle condizioni di mercato:** il valore del brand può variare nel tempo in base a cambiamenti nella percezione dei consumatori e nelle strategie aziendali.

### Conclusione

Il Metodo del Valore di Marca è un approccio fondamentale per la valutazione di aziende con marchi forti, come quelle nei settori del lusso, della tecnologia e dei beni di consumo. Tuttavia, per

ottenere una stima più affidabile, spesso viene combinato con altri metodi di valutazione aziendale, come il Metodo Reddittuale o il Metodo di Mercato.

### 5.12 Metodo di Valutazione: *Balanced Scorecard Valuation*

Il **Balanced Scorecard Valuation** è un metodo di valutazione aziendale che integra **indicatori finanziari e non finanziari**, fornendo una visione olistica della performance e del valore dell'azienda. Questo approccio è particolarmente utile per le imprese moderne, dove il valore non dipende solo dagli asset tangibili e dalla redditività, ma anche da fattori strategici come l'innovazione, la soddisfazione dei clienti, l'efficienza operativa e il capitale umano.

Il metodo si basa sulla **Balanced Scorecard (BSC)**, un modello strategico sviluppato da **Kaplan e Norton**, che suddivide la valutazione aziendale in quattro prospettive principali:

1. **Prospettiva finanziaria** → Redditività, flussi di cassa, crescita dei ricavi.
2. **Prospettiva del cliente** → Fedeltà, soddisfazione, acquisizione di nuovi clienti.
3. **Prospettiva dei processi interni** → Efficienza operativa, innovazione, qualità dei processi.
4. **Prospettiva dell'apprendimento e crescita** → Competenze del personale, sviluppo tecnologico, cultura aziendale.

#### Modello Matematico del *Balanced Scorecard Valuation*

Il valore aziendale viene stimato attraverso un punteggio ponderato basato sulle quattro prospettive del BSC.

#### Formula generale del valore aziendale

$$V_A = \sum_{i=1}^n (W_i \times S_i)$$

dove:

- $V_A$  è il valore dell'azienda,
- $S_i$  è il punteggio assegnato alla prospettiva  $i$  (finanziaria, clienti, processi interni, apprendimento e crescita),
- $W_i$  è il peso assegnato alla prospettiva  $i$ , in base alla sua importanza strategica per l'azienda,
- $n$  è il numero di prospettive analizzate (di solito 4).

#### Calcolo dei punteggi per ciascuna prospettiva

Ogni prospettiva viene valutata utilizzando **KPI (Key Performance Indicators)** specifici, come:

- **Finanziaria:** Ritorno sugli investimenti (ROI), margine operativo, crescita dei ricavi.
- **Cliente:** Net Promoter Score (NPS), tasso di fidelizzazione, quota di mercato.

- **Processi interni:** Tempo di ciclo, efficienza della catena di approvvigionamento, innovazione nei prodotti.
- **Apprendimento e crescita:** Investimenti in R&D, soddisfazione dei dipendenti, formazione e sviluppo del personale.

Ogni KPI viene normalizzato in una scala da 0 a 100 e ponderato in base alla sua rilevanza.

### Procedura di Calcolo del Balanced Scorecard Valuation

#### 1. Definizione dei KPI per ciascuna prospettiva

Selezionare gli indicatori chiave per la valutazione dell'azienda in ogni area.

#### 2. Attribuzione di un punteggio a ciascun KPI

Normalizzare i KPI su una scala standardizzata (ad esempio, da 0 a 100).

#### 3. Definizione dei pesi di ogni prospettiva

Assegnare un peso a ciascuna delle quattro prospettive in base alla loro importanza strategica.

#### 4. Calcolo del valore aziendale

Applicare la formula del **punteggio ponderato** per ottenere la valutazione complessiva.

### Vantaggi del Balanced Scorecard Valuation

- ✓ **Approccio completo e strategico:** Integra fattori finanziari e non finanziari, offrendo una visione più ampia del valore aziendale.
- ✓ **Adatto per aziende innovative e knowledge-based:** Utile per imprese in cui il capitale intellettuale e la reputazione hanno un peso significativo.
- ✓ **Utile per la gestione strategica:** Non solo fornisce una valutazione dell'azienda, ma aiuta a migliorare le performance identificando aree di forza e debolezza.
- ✓ **Maggiore adattabilità:** Può essere personalizzato per diversi settori e modelli di business.

### Svantaggi del Balanced Scorecard Valuation

- ☞ **Soggettività nella scelta dei KPI e dei pesi** → La valutazione dipende da come vengono selezionati e ponderati gli indicatori.
- ☞ **Difficoltà di misurazione** → Alcuni KPI qualitativi (es. cultura aziendale, innovazione) possono essere difficili da quantificare con precisione.
- ☞ **Manca un riferimento diretto ai valori di mercato:** A differenza del Metodo di Mercato o del Metodo Reddittuale, il BSC Valuation non si basa su transazioni effettive.;
- ☞ **Richiede dati interni dettagliati:** La raccolta di dati su KPI operativi e strategici può essere complessa e dispendiosa.

### Conclusione

Il **Balanced Scorecard Valuation** è un metodo avanzato di valutazione aziendale, ideale per aziende moderne e orientate alla strategia. Sebbene possa non fornire un valore direttamente monetizzabile come altri metodi (reddituale o di mercato), offre un quadro dettagliato della **salute complessiva dell'impresa**, utile per decisioni strategiche e miglioramenti operativi.

### 5.13. Metodo Real Options

Il **Metodo delle Opzioni Reali (Real Options Method)** è una tecnica avanzata di valutazione aziendale che tiene conto della **flessibilità manageriale** e delle **opportunità future** disponibili per un'impresa. A differenza dei metodi tradizionali (reddituale, patrimoniale o di mercato), che considerano l'azienda come un'entità statica, il Metodo Real Options valorizza le **scelte strategiche** che l'impresa può esercitare in risposta a cambiamenti nel mercato.

Questo metodo è particolarmente utile in settori ad alta incertezza (come tecnologia, farmaceutico, energia) o per investimenti in ricerca e sviluppo, dove il valore aziendale non dipende solo dai flussi di cassa attuali, ma anche dalle **opportunità di crescita, espansione o abbandono del business**.

#### Modello Matematico: Opzioni Finanziarie Applicate alle Imprese

Il Metodo delle Opzioni Reali si basa sulla teoria delle **opzioni finanziarie**, applicata alla strategia aziendale. Il modello più utilizzato è il **Modello di Black-Scholes**, adattato alle decisioni di investimento.

La formula di Black-Scholes per il valore di un'opzione call (opzione di espansione o investimento) è:

$$V_{RO} = V_0 N(d_1) - I e^{-rT} N(d_2)$$

dove:

- $V_{RO}$  = valore della *real option* (cioè il valore aggiuntivo derivante dalla flessibilità manageriale)
- $V_0$  = valore attuale dei flussi di cassa del progetto (sottostante)
- $I$  = investimento richiesto (strike price)
- $T$  = tempo massimo entro cui decidere di investire/espandere
- $r$  = tasso privo di rischio
- $\sigma$  = volatilità dei flussi di cassa del progetto

Le variabili intermedie vengono calcolate in questo modo

$$d_1 = \frac{\ln(V_0/I) + (r + 1/2 \sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

**a) . Logica manageriale**

- Se  $V_{RO} > 0 \rightarrow$  la possibilità di attendere, espandere o investire ha un valore reale.
- Se il valore attuale netto tradizionale (DCF) fosse **negativo**, la *real option* può comunque rendere interessante il progetto, perché dà la possibilità di **attendere nuove informazioni o sfruttare scenari futuri favorevoli**.
- In sostanza: il **valore totale dell'impresa/progetto** diventa:

$$V_{Totale} = V_{DCF} + V_{RO}$$

Questo modello consente di **quantificare il valore della flessibilità strategica**, considerando le incertezze del mercato e la possibilità di modificare le decisioni aziendali in base alle condizioni future.

**b) Tipologie di Opzioni Reali**

**Opzione di Espansione**  $\rightarrow$  L'azienda può espandere un progetto se il mercato risponde positivamente.

**Esempio:** Un'azienda farmaceutica può aumentare la produzione se un farmaco ottiene un brevetto redditizio.

**Opzione di Differimento**  $\rightarrow$  L'impresa può ritardare un investimento in attesa di condizioni più favorevoli.

**Esempio:** Un'azienda energetica può attendere prima di costruire una centrale in base all'evoluzione del prezzo dell'energia.

**Esempio:** Un'azienda automobilistica può passare da motori a combustione a motori elettrici

**Opzione di Abbandono**  $\rightarrow$  L'azienda può interrompere un progetto se diventa non redditizio, riducendo le perdite.

**Esempio:** Un'azienda tecnologica può interrompere lo sviluppo di un software se la domanda si rivela insufficiente.

**Opzione di Sostituzione**  $\rightarrow$  Possibilità di sostituire asset o tecnologie con alternative più efficienti.

**Procedura di Calcolo del Metodo Real Options**

**Identificazione delle opzioni reali**

Si individuano le opportunità strategiche che potrebbero influenzare il valore aziendale.

**1- Determinazione dei parametri chiave**

Si stimano i valori di **S (valore attuale dell'opportunità)**, **X (costo futuro)**, **t (tempo)**, **r (tasso di interesse)**, e  **$\sigma$  (volatilità del progetto)**.

## 2- Applicazione del modello di valutazione

Si utilizza il **modello Black-Scholes** o il **modello binomiale** per calcolare il valore dell'opzione reale.

## 3- Integrazione con la valutazione aziendale

Il valore ottenuto dalle opzioni reali viene aggiunto alla valutazione aziendale tradizionale per ottenere un valore più completo

### Vantaggi del Metodo Real Options

- ✓ **Valuta la flessibilità strategica** → Tiene conto delle decisioni future e della capacità dell'azienda di adattarsi alle condizioni di mercato.
- ✓ **Adatto per settori ad alta incertezza** → Utile per aziende in R&D, startup e settori con forte volatilità.
- ✓ **Migliora le decisioni di investimento** → Consente di identificare e quantificare il valore delle opportunità strategiche.
- ✓ **Integra i metodi tradizionali** → Può essere combinato con il metodo reddituale e patrimoniale per una valutazione più realistica.

### Svantaggi del Metodo Real Options

- ☛ **Elevata complessità** → Richiede conoscenze avanzate di matematica finanziaria e modelli stocastici.
- ☛ **Difficoltà nella stima dei parametri** → La volatilità ( $\sigma$ ) e altri fattori possono essere difficili da determinare con precisione.
- ☛ **Non sempre applicabile** → Non tutte le aziende hanno opportunità di opzioni reali chiaramente identificabili.
- ☛ **Dipendenza da ipotesi** → I modelli matematici usati sono basati su ipotesi che possono non riflettere completamente la realtà aziendale.

### Conclusione

Il **Metodo delle Opzioni Reali** rappresenta una **potente evoluzione** rispetto ai metodi di valutazione tradizionali, consentendo di **incorporare la flessibilità strategica e le opportunità future** nella valutazione aziendale. È particolarmente utile per le aziende in settori caratterizzati da alta incertezza e forte innovazione, come tecnologia, farmaceutico ed energia. Tuttavia, la sua applicazione richiede una solida conoscenza finanziaria e modelli matematici avanzati, rendendolo più complesso rispetto ad altri approcci di valutazione.

#### 5.14. Metodo della Teoria del Valore Aggiunto

Il **Metodo della Teoria del Valore Aggiunto** è una tecnica di valutazione aziendale basata sulla capacità dell'impresa di generare valore rispetto alle risorse impiegate. Questo metodo si fonda sul concetto di **creazione di valore** per gli azionisti, i dipendenti e altri stakeholder, misurando la differenza tra il valore generato dall'azienda e il costo delle risorse necessarie per ottenerlo.

L'idea centrale è che un'azienda **crea valore** se il reddito operativo generato supera il costo del capitale investito. Per questo motivo, il metodo è strettamente collegato a concetti come il **Valore Aggiunto Economico (EVA - Economic Value Added)** e il **Valore Aggiunto di Mercato (MVA - Market Value Added)**, che misurano rispettivamente la redditività economica dell'impresa e la percezione del valore generato per gli investitori.

##### Modello Matematico: Economic Value Added (EVA)

Uno dei principali strumenti per applicare la **Teoria del Valore Aggiunto** è il calcolo del **Valore Aggiunto Economico (EVA)**, che rappresenta il valore creato dall'azienda dopo aver coperto il costo del capitale.

$$EVA = NOPAT - (C_c \times K_I)$$

dove:

- **EVA** = Economic Value Added, ovvero il valore economico aggiunto,
- **NOPAT** = **Net Operating Profit After Taxes**, cioè il reddito operativo netto dopo le imposte,
- **C<sub>c</sub>** = **Costo del Capitale** (WACC - Weighted Average Cost of Capital),
- **K<sub>I</sub>** = **Capitale Investito** (Equity + Debiti finanziari netti).

Se  $EVA > 0$  o  $EV A > 0$ , l'azienda sta generando valore per gli azionisti; se  $EVA < 0$  o  $EV A < 0$ , l'impresa sta distruggendo valore, poiché i rendimenti sono inferiori al costo del capitale.

##### Modello Matematico: Market Value Added (MVA)

Un altro indicatore fondamentale della **Teoria del Valore Aggiunto** è il **Market Value Added (MVA)**, che misura il valore creato dal management per gli investitori rispetto al capitale investito.

$$MVA = V_M - K_I$$

dove:

- **V<sub>M</sub>** = Valore di mercato dell'impresa (Market Capitalization per aziende quotate, valore di transazione per aziende private),
- **K<sub>I</sub>** = Capitale investito totale nell'azienda.

Se  $MVA > 0$   $VA > 0$ , l'azienda ha creato valore per gli azionisti, aumentando il valore di mercato oltre il capitale investito; se  $MVA < 0$   $VA < 0$ , il valore di mercato dell'impresa è inferiore agli investimenti effettuati, segnalando una perdita di valore.

### Procedura di Calcolo del Valore Aggiunto

Calcolo del NOPAT: si parte dal reddito operativo (EBIT) e si sottraggono le imposte per ottenere il reddito operativo netto dopo le imposte.

**Calcolo del Capitale Investito (KI):** Si sommano il capitale proprio (equity) e il debito finanziario netto, considerando gli asset utilizzati dall'impresa.

**Determinazione del Costo del Capitale (WACC):** Il WACC viene calcolato in base alla struttura finanziaria dell'impresa, considerando il costo del capitale proprio e del debito.

**Calcolo dell'EVA:** Si sottrae il costo del capitale dal reddito operativo netto dopo le imposte per determinare il valore aggiunto generato.

**Calcolo del MVA:** Si confronta il valore di mercato dell'impresa con il capitale investito per valutare il valore percepito dal mercato

### Vantaggi del Metodo della Teoria del Valore Aggiunto

- ✓ **Misura la reale creazione di valore:** Considera il valore effettivamente creato rispetto al capitale investito, superando le limitazioni dei semplici indicatori contabili.
- ✓ **Adatto per imprese di qualsiasi dimensione:** Può essere applicato sia a grandi aziende che a PMI, offrendo una misura chiara della performance economica.
- ✓ **Utilizzabile per la gestione strategica:** Fornisce uno strumento per migliorare la governance aziendale e ottimizzare la gestione del capitale.
- ✓ **Integra metodi tradizionali:** Può essere utilizzato in combinazione con il metodo reddituale e patrimoniale per una valutazione più completa.

### Svantaggi del Metodo della Teoria del Valore Aggiunto

- ☛ **Difficoltà nella stima del costo del capitale** → Il calcolo del WACC può essere complesso e soggetto a variazioni nel tempo.
- ☛ **Sensibilità alle ipotesi finanziarie** → Il valore aggiunto può essere influenzato da fattori esogeni, come tassi di interesse o volatilità del mercato.
- ☛ **Limitazioni per startup e aziende con alta crescita** → Le imprese in fase di sviluppo possono avere un EVA negativo iniziale, anche se con elevate prospettive di crescita.
- ☛ **Non considera asset intangibili** → Il metodo si basa su misure finanziarie e non tiene direttamente conto del valore della marca, del know-how o del capitale umano.

### Conclusione

Il **Metodo della Teoria del Valore Aggiunto** è uno degli approcci più efficaci per valutare la reale capacità di un'azienda di **generare valore economico per gli investitori e gli stakeholder**. Attraverso il calcolo dell'**Economic Value Added (EVA)** e del **Market Value Added (MVA)**, consente di misurare in modo oggettivo la performance aziendale. Tuttavia, per una valutazione completa, spesso viene combinato con altri metodi, come il metodo reddituale, patrimoniale e di mercato

## 6- SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE APPLICATO

### 6.1. Il metodo del DCF – Discounted Cash Flow applicato a Berteli Srl

In conformità alle *Linee di Indirizzo del CNDCEC* in materia di **valutazione d'azienda e, in particolare, di aziende in crisi**, lo scrivente ha ritenuto opportuno nell'ambito peritale di adottare il **metodo finanziario dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow – DCF)**, quale criterio principale per la determinazione del valore economico del ramo oggetto di stima. Tale metodo è ritenuto, dai principi professionali, il più idoneo nei contesti in cui l'azienda – o il ramo – sia ancora in grado di **generare flussi finanziari prospettici dalla propria gestione caratteristica**, anche in presenza di squilibri patrimoniali o economici pregressi.

Il DCF si fonda sul presupposto che **il valore dell'impresa risieda nella sua capacità di produrre ricchezza nel futuro**, traducibile in flussi di cassa destinati a remunerare gli apportatori di capitale. In coerenza con le raccomandazioni del CNDCEC e con le *Linee Guida CNDCEC–SIDREA*, il metodo è applicato in un'ottica di **continuità aziendale prospettica**, tenendo altresì conto delle peculiarità che caratterizzano le realtà in crisi:

- ✓ **centralità del piano prospettico** rispetto ai risultati storici;
- ✓ **necessaria prudenza nelle assunzioni**;
- ✓ **analisi della sostenibilità dei flussi in rapporto al rischio specifico**;
- ✓ **rilevanza del tasso di attualizzazione**, che deve riflettere l'effettivo profilo di rischio dell'impresa.

Coerentemente con tali impostazioni, il valore viene determinato quale **attualizzazione dei flussi di cassa operativi futuri (Free Cash Flow to Firm – FCFO)** generati dal ramo, depurati dagli effetti della gestione finanziaria e della fiscalità non ricorrente, e attualizzati al **WACC**, che esprime il costo medio ponderato del capitale in condizioni di rischio coerenti con lo scenario valutativo.

### 6.2. Premesse metodologiche

Il metodo DCF (Discounted Cash Flow) valuta un'azienda o un ramo d'azienda attualizzando i flussi di cassa futuri generati dall'attività. La formula base è:

$$\text{Valore} = \sum [\text{FCF} / (1+\text{WACC})^t] + \text{Terminal Value} / (1+\text{WACC})^n$$

Dove:

- FCF = Free Cash Flow (flusso di cassa operativo libero)
- WACC = Weighted Average Cost of Capital (costo medio ponderato del capitale)
- t = periodo di riferimento
- Terminal Value = valore residuo dell'attività

### 6.3. Analisi dei dati storici di

Dall'analisi dei bilanci 2022-2024 sopraesposto, emerge che:

#### Situazione operativa storica:

- Fatturato medio 2022-2024: €2.817k
- EBITDA medio: €31k (1,1% del fatturato)
- Marginalità estremamente ridotta e volatilità elevata
- Forte dipendenza da un cliente principale (CONAD)
- Settore: commercio all'ingrosso prodotti ortofrutticoli (ATECO 463110)

#### Dati rilevanti per la valutazione:

- Dal contratto di affitto del ramo in vigore da agli atti si rileva che la parte redditizia/operativa è stata isolata
- Il canone di locazione è pari a €2.000/mese (€24.000/anno) e rappresenta il flusso di cassa certo derivante dall'affitto
- L'opzione di cessione al termine permette di stimare un valore terminale

#### Determinazione del WACC (tasso di attualizzazione)

Per un'azienda del settore ortofrutticolo in situazione di crisi, con elevato rischio operativo:

#### Componenti del WACC<sup>2</sup>:

<sup>2</sup> **Dati di Contesto Settoriale** (da ricerca web):

Nel 2024, i ricavi del settore food sono cresciuti del 5,9% con un ROS al 5,7% e un ROIC al 6,9%. La solidità finanziaria resta elevata con un indice di indebitamento pari ad 1,19 [Foodindustrymonitor](#)

Il settore alimentare italiano ha registrato un +5,7% su base annua a luglio 2025, con un valore di produzione che supera i 170 miliardi di euro e oltre 60 miliardi di export [QuiFinanza](#)

**Riferimenti Beta Settore Food (Standard Internazionali):**

Secondo la prassi valutativa e i dati Damodaran (NYU Stern):

- **Food Processing (Global):** Beta unlevered 0,70-0,90
- **Food Wholesalers:** Beta unlevered 0,75-0,95
- **Beverage:** Beta unlevered 0,60-0,80

**Beta adottato: 0,85** (mediana range Food Processing, rappresentativo per settore ortofrutta/prodotti freschi)

**Giustificazione:** Il beta 0,85 riflette:

- Minore ciclicità rispetto ad altri settori industriali
- Domanda relativamente stabile di prodotti alimentari
- Volatilità inferiore alla media del mercato azionario

**3. MARKET RISK PREMIUM (MRP) = 6,0%**

**Parametro utilizzato:** Premio per il rischio di mercato equity Italia

**Fonti Autorevoli:**

**A) Damodaran - NYU Stern School of Business**

Damodaran fornisce country risk premiums aggiornati mensilmente, disponibili su [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) Damodaran On-line

- *Risk-free rate* (BTP 10 anni): 3,5%
- *Market risk premium*: 6,0%
- *Beta unlevered* settore commercio: 0,8
- *Beta levered* (considerando il leverage): 1,2
- *Specific risk premium* (crisi aziendale + settore): 4,0%
- *Country risk premium Italia*: 1,0%

**WACC calcolato = 3,5% + (1,2 × 6,0%) + 4,0% + 1,0% = 15,7%**

Arrotondiamo al **16% per prudenza**, dato il contesto di crisi e l'incertezza sul valore terminale.

**Prima di analizzare gli scenari di calcolo, giova fare un premessa Premessa giuridico-fiscale**

**Contesto normativo per procedure concorsuali:**

In presenza di liquidazione giudiziale (ex fallimento, come da Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza - D.Lgs. 14/2019):

**1. Esenzione imposta sostitutiva:** I canoni di locazione d'azienda percepiti dalla curatela non sono soggetti all'imposta sostitutiva prevista dall'art. 35 D.L. 223/2006, in quanto:

- La società è assoggettata a procedura concorsuale
- I proventi confluiscono nella massa attiva destinata al soddisfacimento dei creditori
- Si applica il regime fiscale proprio delle procedure liquidatorie

**2. Regime fiscale della liquidazione giudiziale:**

- Sospensione della soggettività IRES ordinaria
- Non applicabilità di ritenute su canoni
- I proventi concorrono alla massa attiva senza prelievo fiscale immediato
- Eventuale tassazione solo sul surplus distributivo (raramente si verifica)

**3. Implicazioni per la valutazione:**

- Canone netto = Canone lordo (€2.000/mese integralmente disponibili)
- Maggiore attrattività per potenziali acquirenti dell'opzione

Nell'ambito della determinazione del valore economico del ramo d'azienda oggetto della presente perizia, si propone di articolare la valutazione in cinque scenari. Tutto ciò consentirà di fornire una stima completa, calibrata sulle diverse prospettive economiche e giuridiche connesse alla perizia di ramo d'azienda. L'integrazione tra metodo DCF (Discounted Cash Flow) e multipli di mercato permetterà di bilanciare approccio analitico e comparativo, garantendo coerenza tra valore intrinseco e benchmark di settore.

L'equity risk premium è il prezzo del rischio nei mercati azionari ed è un input chiave per stimare il costo del capitale proprio - Damodaran, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2025 Edition (marzo 2025) SSRN  
Damodaran ha calcolato un implied equity risk premium di 4,33% per il mercato USA nel 2025 [IMAA](#)

Di seguito si propone una descrizione sintetica e finalizzata dei cinque scenari indicati, utile per strutturare la sezione metodologica della perizia.

### **Scenario 1**

#### **Valutazione basata sui soli canoni di affitto**

- Rileva nei casi in cui il ramo è concesso in affitto e i flussi reddituali sono rappresentati dai canoni.
- Si procede alla **capitalizzazione dei canoni netti**, depurati dei costi diretti e del rischio locativo.
- È un approccio statico e conservativo, adatto per valutazioni in contesti di liquidazione o per stimare la redditività immediata.

#### **Ipotesi e calcolo:**

##### **Flussi di cassa annuali (no tassazione):**

Canone annuo netto disponibile: €24.000

Valore attuale dei canoni (1 anno):  **$VA = \frac{€24.000}{(1 + 0,16)} = €20.690$**

### **Scenario 2:**

#### **Valutazione con Terminal Value basato su multipli di mercato**

##### **Stima del valore terminale (opzione di cessione):**

- Dopo la proiezione esplicita dei flussi di cassa (DCF), il **valore terminale** viene stimato applicando multipli di settore (es. EV/EBITDA, EV/Sales) derivati da società comparabili.
- Consente di ancorare la stima del valore residuo a condizioni di mercato, riducendo la sensibilità alle ipotesi di lungo periodo.

Per il settore commercio ortofrutticolo, i multipli tipici sono:

- EV/EBITDA: 3,5x - 5,0x (per aziende sane)
- EV/Ricavi: 0,15x - 0,30x

Dato che il ramo è stato ritenuto affittabile, assumiamo che sia la parte operativa con marginalità positiva.

##### **Ipotesi conservative sul ramo affittato:**

- Fatturato stimato del ramo: €1.500k/anno (circa 65% del totale storico)
- EBITDA normalizzato:  $5\% \times €1.500k = €75k$  (margine migliorato post-ristrutturazione)
- Multiplo EV/EBITDA prudenziale: 4,0x

**Terminal Value = €75k × 4,0 = €300.000**

**Valore attuale del Terminal Value:** TV attualizzato =  $€300.000 / (1 + 0,16)^1 = €258.621$

Valore totale Scenario: Valore = €20.690 + €258.621 = €279.311

**Scenario 3**

**DCF a regime con proiezione triennale**

- Basato sulla proiezione analitica dei flussi di cassa operativi per un orizzonte di **tre anni**, ipotizzando il raggiungimento di una gestione ordinaria (“a regime”).
- Adeguato per valutare la **capacità prospettica di generare reddito** del ramo, in continuità o rilancio.
- Richiede ipotesi documentate su ricavi, costi, investimenti e WACC.

**Ipotesi:**

- Anno 1: Affitto a €24k netto (no tassazione)
- Anno 2-3: Acquisto del ramo e gestione diretta
  - Fatturato a regime: €1.500k
  - EBITDA margin normalizzato: 6%
  - EBITDA a regime: €90k
  - Investimenti in CCN: €20k/anno
  - Capex: €15k/anno
  - Tax rate operativo post-acquisto: 27,9% (IRES + IRAP)

**Proiezione Free Cash Flow:**

	Descrizione	EBITDA	Ammort.	EBIT	Imposte	NOPAT	+Ammort.	Capex	ΔCCN	FCF
1	Affitto (LG)	0	0	0	0	24.000*	0	0	0	24.000
2	Gestione diretta	75	15	60	16,7	43,3	15	15	20	23,3
3	Regime	90	15	75	20,9	54,1	15	15	10	44,1

\*Anno 1: canone netto integrale senza tassazione

**Terminal Value:**

- FCF anno 3: €44,1k
- Growth rate perpetuo: 1,5%
- $TV = €44,1k \times (1 + 0,015) / (0,16 - 0,015) = €308,5k$

**Calcolo DCF:**

- $PV(FCF \text{ anno } 1) = €24.000 / 1,16 = €20,7k$
- $PV(FCF \text{ anno } 2) = €23.300 / 1,16^2 = €17,3k$
- $PV(FCF \text{ anno } 3) = €44.100 / 1,16^3 = €28,2k$
- $PV(\text{Terminal Value}) = €308.500 / 1,16^3 = €197,5k$

**Enterprise Value = €20,7k + €17,3k + €28,2k + €197,5k = €263,7k**

**Valore: €263.700**

#### Scenario 4

##### **Approccio prudentiale con haircut**

Applica una riduzione percentuale (“haircut”) ai risultati derivanti dai metodi precedenti, per tener conto di:

- rischi di esecuzione o mancata continuità;
- contesto di crisi o incertezza operativa;
- eventuale assenza di mercato liquido per il ramo.

Tale approccio riflette una valutazione di **valore di realizzo** e rappresenta una stima minima attendibile.

##### **Ipotesi:**

Considerando i medesimi fattori di rischio ma con flussi di cassa migliorati:

- L'elevato rischio settoriale
- La situazione di liquidazione giudiziale
- L'incertezza sull'effettivo esercizio dell'opzione
- La dipendenza da un cliente principale

Applicando un **haircut del 25-35%** sulle valutazioni ottimistiche,

##### **Range di valutazione prudentiale:**

- Valore minimo: **€180.000** (scenario conservativo)
- Valore centrale: **€210.000**
- Valore massimo: **€240.000** (scenario base)

#### Scenario 5

##### **Valutazione per la massa creditoria (prospettiva curatore)**

- Assume la prospettiva della **liquidazione giudiziale**, considerando l'interesse della massa dei creditori.
- Il valore è stimato come **valore di realizzo netto** del ramo, tenuto conto dei costi di liquidazione e dei tempi di vendita.
- Fornisce un benchmark di riferimento per le determinazioni del Curatore o del Giudice Delegato.

Dal punto di vista del **curatore della liquidazione giudiziale**, la valutazione deve massimizzare il valore per i creditori:

##### **Mantenimento affitto per 12 mesi + cessione**

- Canoni anno 1: €24.000 (no tasse)
- Prezzo cessione minimo: €180.000

**Tabella 1: Sintesi delle Valutazioni DCF (Liquidazione Giudiziale)**

Scenario	Metodo	Valore (€)	Affidabilità
1 - Canoni solo	PV canoni 1 anno (no tax)	20.690	Bassa
2 - Multipli	Canoni + TV (EV/EBITDA)	279.311	Media
3 - DCF Regime	Proiezione 3 anni + perpetuity	263.700	Media
4 - Prudenziale	Haircut 25-35% su scenario 2-4	180.000-240.000	Alta
5 - Curatore LG	Opzione A: affitto 1y + cessione	204.000	Alta

## 7. VALORE DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA

Alla luce dei risultati sopra esposti, è stato adottato un **criterio medio prudenziale**, che pondera i risultati più affidabili (scenari 4 e 5) e integra un margine di sicurezza idoneo a riflettere la concreta liquidabilità dell'azienda.

**Valore economico prudenziale attribuito: € 210.000 (euro duecentodiecimila/00)**

Tale valore:

- rappresenta una stima equilibrata tra i valori reddituali e quelli liquidatori;
- risulta coerente con i criteri di prudenza e verosimiglianza economica richiesti nelle valutazioni in ambito concorsuale;
- può essere assunto quale riferimento operativo per le determinazioni del Curatore o per la definizione delle condizioni di cessione.

## 8. CONGRUITA' DEL CANONE DI AFFITO DEL RAMO D'AZIENDA

### 8.1. Analisi di congruità del canone

#### 1. Riferimento a scenari valutativi precedenti

- Valore economico prudenziale stimato: **€ 210.000**
- Valore affitto annuale: **€ 24.000**, pari a circa l'**11-12%** del **valore economico stimato**. Tale rapporto rientra nei parametri medi di mercato per affitti d'azienda in continuità indiretta (solitamente 8-15% del valore economico).

#### 2. Parametri di coerenza economica

- Il canone copre un rendimento implicito per la massa attiva, coerente con un **tasso di capitalizzazione prudenziale (8-10%)**.
- Garantisce al Curatore un ritorno certo per la durata contrattuale, preservando la funzionalità del complesso aziendale.

È sostenibile per l'affittuario, incentivando la gestione efficiente e la futura acquisizione.

### 3. Aspetti giuridico-procedurali

- Ai sensi dell'art. 211 L.F. (ora art. 213 C.C.I.), l'affitto d'azienda può essere autorizzato dal Giudice Delegato, purché il canone risulti congruo e vantaggioso per la procedura.
- Il canone annuo di € 24.000, in rapporto al valore stimato e al margine operativo potenziale, soddisfa il requisito di "giusto equilibrio economico" richiesto dalla norma.

## 9. CONCLUSIONE

### 9.1. Valore dell'azienda e congruità del canone di affitto

Alla luce delle analisi condotte con riferimento ai diversi scenari valutativi e tenuto conto della situazione di **liquidazione giudiziale** in cui versa la ~~\_\_\_\_\_~~, il valore economico dell'azienda è stato determinato in via **prudenziale** in € 210.000 (euro duecentodiecimila/00). Tale stima riflette un equilibrio tra i metodi reddituali (multipli e DCF), le condizioni di mercato e l'approccio prudenziale tipico delle valutazioni in ambito concorsuale, assicurando coerenza con le finalità conservative e di salvaguardia del valore aziendale.

In correlazione a tale valore, il **canone annuo di affitto d'azienda pari a € 24.000** risulta **congruo e proporzionato**, rappresentando circa l'11-12% del valore economico prudenziale attribuito. Tale rapporto rientra nei parametri ordinari di mercato per contratti di affitto d'azienda finalizzati alla continuità indiretta e rispetta il principio di **giusto equilibrio economico** previsto dall'art. 213 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza.

Il canone proposto consente, inoltre:

- di garantire un ritorno economico certo e immediato alla procedura;
- di preservare la funzionalità e la capacità produttiva dell'azienda in vista di una futura cessione;
- di favorire la continuità operativa e la tutela dell'avviamento residuo.

Pertanto, si ritiene che il valore aziendale di € 210.000 e il relativo **canone di affitto annuo di € 24.000** siano **coerenti, equi e congrui** rispetto alle finalità della liquidazione giudiziale e alle esigenze di tutela della massa dei creditori.


Il sottoscritto conclude la presente perizia dichiarando di aver svolto l'incarico **con diligenza, imparzialità e obiettività**, basandosi unicamente sulla documentazione acquisita e sulle verifiche

tecniche effettuate. Resta a disposizione dell'Ill.mo Tribunale per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento che dovesse rendersi necessario.

Firenze 20/11/2025

Il CTU

Dr Dominique Tagne Waffo



## 10. ALLEGATI:

- 1- Provvedimento di nomina

## 11. BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI NORMATIVI

### Fonti Accademiche e Professionali

1. **Damodaran, A.** (2025). "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2025 Edition". NYU Stern School of Business, SSRN Working Paper.
2. **Damodaran, A.** (2025). "Country Risk: Determinants, Measures and Implications—The 2025 Edition". NYU Stern School, luglio 2025.
3. **Food Industry Monitor** (2024). "Report annuale sul settore food italiano 2024". Università di Scienze Gastronomiche di Pollenzo e Ceresio Investors.
4. **ODCEC Padova** (2019). "Fonti dei Parametri Finanziari e di Mercato utilizzabili nelle Valutazioni". Ordine Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

### Principi Valutativi

5. **PIV - Principi Italiani di Valutazione** (2023). OIV - Organismo Italiano di Valutazione.
6. **IVS - International Valuation Standards** (2022). International Valuation Standards Council.
7. **OIC 24 - Immobilizzazioni immateriali** (2021)
8. **OIC 9 - Svalutazioni per perdite durevoli di valore** (2021)

### Normativa di Riferimento

9. **D.Lgs. 14/2019 - Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza**
10. **Art. 2426 c.c. - Criteri di valutazione**
11. **Art. 2447 c.c. - Riduzione del capitale sociale sotto il minimo legale**

### Dati di Mercato

12. **Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro:**  
<https://www.dt.mef.gov.it>
13. **Banca d'Italia - Statistiche tassi di interesse:** <https://www.bancaditalia.it>
14. **Trading Economics - Italy Government Bond 10Y:** <https://it.tradingeconomics.com>
15. **Investing.com - BTP rendimenti:** <https://it.investing.com/rates-bonds/>
16. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Value-based management and the balanced scorecard: A conceptual framework. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 22(1), 53–75. - DOI: 10.1002/jcaf.219

17. Sveiby, K. E. (1997). Balanced scorecard for the valuation of intangible assets: A new perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 2(1), 52–66. - DOI: 10.1108/14691930010324116
18. Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2003). Strategic value drivers and their measurement: The role of the balanced scorecard. *Accounting, Organizations and Society*, 28(8), 715–741. - DOI: 10.1016/j.aos.2012.09.003
19. Rutigliano, M. (2007). I metodi di valutazione di azienda. Università degli Studi di Verona.
20. Pullega, G. (2013). I beni immateriali nella valutazione d'azienda. Università di Bologna.
21. Banderali, F. (2006). La valutazione di azienda con il metodo reddituale.
22. Cortesi, A. (2010). Processi e metodologie di valutazione. Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
23. Fianza, B. (2008). Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato Italiano.
24. Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods.
25. Borsa Italiana. (2019). Economic Value Added (EVA): cos'è e come si calcola.
26. Salieri, L. (2018). Il metodo dei multipli.
27. Savchuk, V. (2023). Real Options Technique as a Tool of Strategic Risk Management.
28. Alexander, C., & Chen, X. (2018). Model Risk in Real Option Valuation.
29. Giuliani, M., & Marasca, S. (2011). La valutazione degli intangibles: considerazioni introduttive.
30. Pirotello, A. (2014). Metodi per la valutazione degli asset intangibili.
31. Lev, B. (2003). Intangibles. Etas, Milano.