



PERIZIA

DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO



DELLA SOCIETÀ LOGITEC S.P.A IN



LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE



DOTT. ALESSANDRO BONURA

ROMA, 17 LUGLIO 2025



INDICE

1.	Conferimento dell'incarico e documentazione esaminata.....	4
2.	Ipotesi e limitazioni.....	6
3.	Breve descrizione della società.....	8
4.	Le singole commesse.....	10
4.1.	██████████.....	10
4.2.	██████████.....	11
4.3.	██████████.....	12
4.4.	Il contratto di affitto di ramo d'azienda.....	14
5.	Beni di proprietà.....	17
6.	I metodi di valutazione del capitale economico.....	18
6.1.	I metodi diretti.....	19
6.1.1.	I metodi diretti in senso stretto.....	19
6.1.2.	I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici.....	20
7.	I metodi indiretti.....	23
7.1.	I metodi basati su grandezze flusso.....	23
7.2.	I metodi reddituali semplificati.....	26
7.3.	I metodi finanziari semplificati.....	33
7.4.	Dividend Discount Model.....	35
7.5.	I metodi basati su grandezze stock.....	36
7.5.1.	Il metodo patrimoniale semplice (o puro).....	37
7.5.2.	I metodi patrimoniali complessi.....	37
7.5.3.	I metodi basati su grandezze flusso-stock.....	39
8.	La scelta della metodologia valutativa.....	43
9.	Il moltiplicatore $(P/k)_s$	46
10.	La metodologia di stima del canone congruo di affitto di azienda.....	50
11.	La stima dei valori economici.....	51
12.	Conclusioni.....	51
12.1.	<i>il ramo aziendale affittato e valutare la congruità del canone di affitto già pattuito, ovvero determinare quello effettivamente congruo, previa descrizione del risultato economico della gestione condotta dall'affittuaria;</i>	51
12.2.	<i>dei rami aziendali rimasti nella gestione diretta di Logitec alla data del 20.5.2025 e quantificare il relativo canone di affitto, stabilendo preliminarmente se ricorrono le condizioni affinché la Curatela possa subentrare nei relativi contratti;</i>	52



12.3. *il valore del complesso aziendale di Logitec nella sua interezza (il quale costituirà poi il suo prezzo base di vendita), indicando se si sia più proficua la cessione in blocco, ovvero la cessione di singoli rami aziendali (circoscrivendo all'uopo il relativo perimetro aziendale che sarà oggetto di cessione) o in subordine di singoli beni (individuando, in caso di vendita atomistica, i relativi lotti ed indicando il valore di ciascuno), qualora "... risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori", secondo quanto stabilito dall'art. 214 CCII.....53*



1. Conferimento dell'incarico e documentazione esaminata

È stato conferito allo scrivente, Dott. Alessandro Bonura, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 4091 e al Registro dei Revisori Legali al n. 68939 con D.M. del 26.03.1996, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 28 bis del 5.04.1996, da parte del Curatore Dott. Maurizio De Filippo (nel proseguo il "Curatore"), l'incarico di stimare il valore economico:

- i. del ramo aziendale affittato e valutare la congruità del canone di affitto già pattuito, ovvero determinare quello effettivamente congruo, previa descrizione del risultato economico della gestione condotta dall'affittuaria;
- ii. dei rami aziendali rimasti nella gestione diretta di Logitec alla data del 20.5.2025 e quantificare il relativo canone di affitto, stabilendo preliminarmente se ricorrono le condizioni affinché la Curatela possa subentrare nei relativi contratti;
- iii. il valore del complesso aziendale di Logitec nella sua interezza (il quale costituirà poi il suo prezzo base di vendita), indicando se si sia più proficua la cessione in blocco, ovvero la cessione di singoli rami aziendali (circoscrivendo all'uopo il relativo perimetro aziendale che sarà oggetto di cessione) o in subordine di singoli beni (individuando, in caso di vendita atomistica, i relativi lotti ed indicando il valore di ciascuno), qualora "... risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori", secondo quanto stabilito dall'art. 214 CCIL.

La presente perizia viene redatta alla data di riferimento del 30.06.2025 (di seguito la "Data di Riferimento") e costituisce adempimento dell'incarico affidato.

* * * * *

Al fine di procedere alla redazione della presente relazione è stata esaminata la documentazione fornita dal Curatore. Di seguito si riporta l'elenco (non esaustivo) di documentazione esaminata:

- sentenza n. 437/2025 del Tribunale Ordinario di Roma, Sez. Procedure Concorsuali dichiarativa della Liquidazione Giudiziale di LOGITEC S.p.A. (C.F.: 10112800015);
- ulteriori informazioni ricevute durante i colloqui avuti con l'Ufficio dei Curatore, nel corso dei quali sono state fornite:
 - i verbali delle audizioni del Rappresentante Legale;
 - informazioni circa la natura, le caratteristiche, le modalità di preparazione ed il contenuto dei documenti;
- la conferma riguardo la completezza e la correttezza delle informazioni fornite ai fini dello svolgimento del presente incarico;
- Visura Camerale della Società;
- Tabella di riepilogo dei servizi espletati dalla Società sulla base dei relativi contratti prodotti in allegato alla tabella;
- studi di settore predisposti da analisti indipendenti, bilanci di società concorrenti, articoli della stampa specializzata e altre informazioni disponibili al pubblico.

2. Ipotesi e limitazioni

La presente Relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- a) tutte le informazioni, storiche e prospettive, che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dall'Ufficio del Curatore;
- b) resta ferma, quindi, la responsabilità della LOGITEC S.p.A in Liquidazione Giudiziale. per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- c) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile, in quanto esula dal presente incarico; pertanto, lo stesso non si assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute;
- d) l'incarico non ha previsto, con riferimento ai documenti utilizzati, lo svolgimento di verifiche contabili integrative;
- e) allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico della Società e dei singoli Rami;
- f) l'analisi dello scrivente, peraltro, non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese).
- g) nell'utilizzo dei dati patrimoniali, previsionali e delle analisi economico-finanziarie che sono state fornite allo scrivente, si è presupposto che queste siano state preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per la Procedura in relazione ai futuri risultati economici



- finanziari e alle condizioni economiche delle Commesse. I dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità della Procedura;

h) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, pandemie, etc.);



i) il presente documento è stato redatto per uso interno ed esclusivo della Procedura. Esso non potrà essere divulgato, in tutto o in parte, a terzi non interessati o utilizzato per scopi diversi da quelli previsti dalle finalità della Procedura:

j) le conclusioni esposte nella relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.



3. Breve descrizione della società

La società Logitec S.p.A. è una realtà attiva nel settore dei servizi logistici. Costituita originariamente nella forma di società consortile, Logitec ha inizialmente operato nei settori del facchinaggio e del trasporto, assumendo il ruolo di capofila nell'aggiudicazione di appalti da eseguire in proprio o mediante le imprese consorziate. Nel corso del 2020, la società ha modificato il proprio assetto giuridico trasformandosi in società per azioni, pur mantenendo invariato l'oggetto sociale.

Successivamente, nel 2021, si è proceduto a una riorganizzazione aziendale: mediante operazioni straordinarie, la società ha trasferito a terzi i rami d'azienda non più ritenuti strategici. In particolare, il ramo relativo ai servizi di facchinaggio e pulizie è stato conferito in scissione a Maintec S.p.A., mentre il ramo trasporti è stato ceduto a Nexo S.r.l.. All'esito di tali operazioni, Logitec ha concentrato la propria attività sul settore della logistica, in particolare nella gestione delle movimentazioni di magazzino per conto terzi.

Alla data di apertura della procedura concorsuale (20 maggio 2025), la società aveva sede legale in Roma, Via Tibullo n. 10, e non risultavano attive unità locali, poiché le attività operative erano svolte presso le sedi delle committenti.

L'organico era composto da 48 dipendenti, dei quali 30 risultavano collocati in cassa integrazione guadagni (in relazione alla commessa "Marr"), 6 impiegati nella commessa "██████████", e i restanti 12 destinati a mansioni amministrative presso le sedi di Roma e Torino. La società faceva altresì ricorso a lavoratori distaccati da terzi, in virtù di rapporti di rete o subappalto.

Nel periodo immediatamente precedente l'insolvenza, Logitec aveva avviato il ridimensionamento del proprio perimetro operativo con l'asserita finalità di circoscrivere le perdite derivanti da commesse strutturalmente antieconomiche.

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

Di seguito si riporta la relazione di stima del valore del ramo d'azienda oggetto della presente procedura concorsuale, redatta dal perito incaricato dall'Amministratore Delegato della LOGITEC S.p.A. in data 24 maggio 2024, e successivamente approvata dal Collegio Sindacale della LOGITEC S.p.A. in data 24 maggio 2024.

[Il testo è stato ampiamente oscurato con barre nere.]

4.4. Il contratto di affitto di ramo d'azienda

Il ramo d'azienda oggetto di affitto e preliminare di vendita da parte di LOGITEC S.p.A. è costituito da un complesso operativo organizzato avente sede in Roma, Via Tibullo n. 10, attivo nei settori della logistica, movimentazione materiali, montaggio e manutenzione di beni, sia per conto di privati che della Pubblica Amministrazione.

Il ramo si configura come unità funzionalmente autonoma, idonea alla prosecuzione dell'attività anche da parte di un soggetto terzo, ed è stato affidato in gestione a [nome oscurato] con contratto di affitto quinquennale, stipulato in data 30 dicembre 2024, con decorrenza 1° gennaio 2025.

Il ramo include:

- contratti attivi in essere con clienti pubblici e privati (come da Allegato B), oggetto di subentro da parte dell'affittuaria;

Titolare del contratto	Luogo / Attività	Data di conclusione	Data di scadenza
Aeroporti di Roma S.p.A.	Consolidation Center	09.06.2021	Febbraio 2026
Aeroporti di Roma	Facchinaggio	14.11.2022	Novembre 2025

S.p.A.			
Postel	Lotto 1	Marzo 2023	Ottobre 2025
Postel	Lotto 2	Marzo 2023	Marzo 2026
SDA S.p.A.	Filiale di Bologna	04.01.2024	31.12.2025
SDA S.p.A.	Filiale di Pavia	27.02.2024	28.02.2025
S.C. Italia S.p.A.	Cornate D'Adda, Mezzomerico, Mestre, Marghera, Livorno, Calenzano, Catania	2023 / inizio 2024	Biennale + tacito rinnovo
Bonzai	Caorso	21.12.2023	31.12.2025
Bonzai	Settala	21.12.2023	31.12.2025
SIPA - BINDI	---	2021	31.12.2025
UPS Italia S.r.l.	Como	01.10.2014	Tempo indeterminato
UPS Italia S.r.l.	Fiumicino (RM)	04.11.2024	Tempo indeterminato
CSC S.r.l.	Livorno ("magazzino freddo")	31.01.2024	31.03.2026
CSC S.r.l.	Livorno ("magazzino gelo")	31.01.2024	31.03.2026

- **beni strumentali** (carrelli elevatori, transpallet, utensili, attrezzature da officina, ecc.), in proprietà o in leasing, elencati nell'Allegato A, necessari allo svolgimento dei servizi;
- **personale dipendente** addetto in via esclusiva al ramo, inizialmente distaccato e poi assunto direttamente da Client Solution dal 1° febbraio 2025;
- **know-how organizzativo** e autorizzazioni pertinenti all'esercizio delle attività del ramo.

Tutti gli elementi concorrono alla configurazione di un centro operativo autonomo, con potenzialità di continuità aziendale.

Il contratto prevede:

- Durata dell'affitto: 5 anni (01.01.2025 – 31.12.2029), con facoltà di risoluzione anticipata in caso di mancata approvazione dello strumento di regolazione della crisi entro il 30.06.2025;



- Canone annuo: € 600.000, corrisposto in 12 rate mensili (€ 50.000 + IVA) entro il giorno 5 di ogni mese, mediante bonifico bancario;
- Corrispettivo eventuale di cessione: da determinarsi con metodo reddituale da parte di esperto indipendente, subordinatamente all'approvazione del piano di regolazione della crisi e all'assenza di offerte concorrenti;
- Obblighi a carico dell'affittuaria: custodia, manutenzione ordinaria e straordinaria dei beni, copertura assicurativa, assunzione di tutti gli oneri di esercizio e dei rischi di gestione;



Continuità contrattuale: l'affittuaria subentra nei contratti attivi e assume i rapporti verso clienti, fornitori e dipendenti, garantendo la prosecuzione delle attività del ramo con assunzione del personale già impiegato.

Il costo del personale è sostenuto tramite il Contratto di Rete "Cosmo", che all'attualità non è nella disponibilità della curatela, non rendendo possibile la valutazione delle condizioni e dell'economicità del rapporto contrattuale in essere.

Di seguito si riporta la rappresentazione del Conto Economico sulla base delle informazioni ricevute fino al 20 maggio 2025, i valori si sono proiettati a fine esercizio incrementandoli del 30% in considerazione della previsione di maggiore attività connessa alla stagionalità.



RAMI IN AFFITTO			
			Totale
Conto Economico (CF equivalenti)			
Attività logistica/facchinaggio	6.659.158	13.603.708	20.262.866
Altri ricavi	-	-	-
Valore della produzione	6.659.158	13.603.708	20.262.866
Manodopera	(2.091.986)	(4.089.771)	(6.081.756)
Manodopera distacchi	(1.518.841)	(3.102.776)	(4.621.617)
Contratto di Rete	(2.196.390)	(4.486.910)	(6.683.300)
Noleggio attrezzature	(486.416)	(953.678)	(1.480.094)
Penali per danni	-	-	-
Attività di terzi	(115.737)	(236.495)	(352.172)
Altro	(359.501)	(722.153)	(1.075.654)
Costi della produzione	(6.672.871)	(13.631.722)	(20.304.593)
Margine di commessa	(13.713)	(28.014)	(41.727)
Margine di commessa %	n/a	(0%)	(0,2%)
Dirigenza Aziendale	-	-	-
Logitec Torino	-	-	-
Operation Log	-	-	-
Ammortamenti	-	-	-
Proventi/oneri finanziari	-	-	-
Imposte	-	-	-
Risultato netto di commessa	(19.713)	(28.014)	(41.727)
Margine netto di commessa %	n/a	(0%)	(0%)

5. Beni di proprietà

La Società ha trasmesso alla Curatela una nota dalla quale risulta:

A carattere generale possiamo affermare che la Logitec, esaurite le attività di: Trasporto e Manutenzione come meglio separatamente descritte (vedi atti di scissione e vendita del 2021), non possiede elementi ascrivibili a "beni di proprietà" particolarmente rilevanti.

Infatti, fatto salvo beni tipo: architettura complessiva di IT (server, computer,), di strumenti hardware (Pc), di timbratori per rilevazione presenze dipendenti, di arredi d'ufficio, elementi di DPI personali, etc etc. ; per i quali vedasi dettagliati elenchi analitici, la Logitec per l'esecuzione delle sue attività, fa largo uso di contratti di noleggi a lungo termine e/o comunque legati alla durata degli appalti sui quali insistono detti mezzi.

Ovviamente a tal proposito bisogna anche significare che con decorrenza gennaio '25 e con completamento entro marzo '25 tutti i contratti di noleggio relativi sono stati o volturati a Client nell'ambito delle commesse rientranti nel ramo affittato o dismessi/risolti laddove la Logitec non ne aveva più necessità.

Il Registro Cespiti aggiornato consente di accertare che il valore residuo dei beni è pari al Euro 47.381,96.

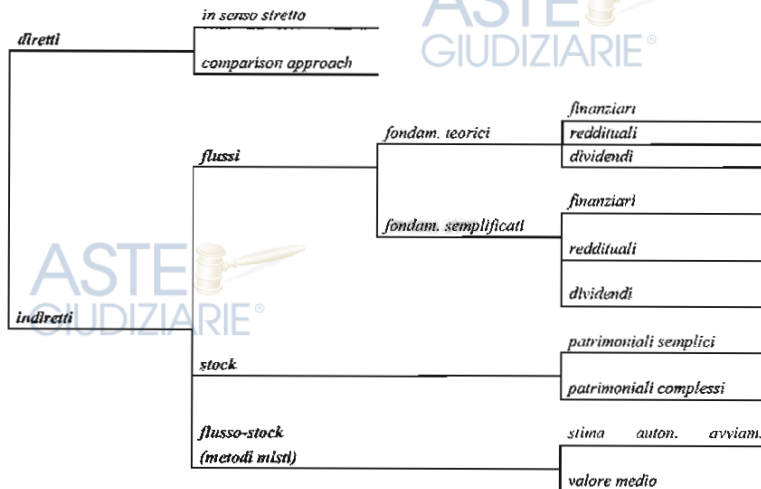
6. I metodi di valutazione del capitale economico

Il valore economico di un'azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- **RAZIONALITÀ:** il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- **OBIETTIVITÀ:** il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- **GENERALITÀ:** il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della *stabilità*, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



6.1. I metodi diretti

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono in:

- *metodi diretti in senso stretto*, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici*, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.



6.1.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$



dove:

W é il valore del capitale economico;



P_i è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

m_i è il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

W^s_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;

p_i sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

6.1.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation*

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T \times \left(\frac{P}{k}\right)_S$$

dove:

$(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_S$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k} \right)_S \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare:

- a. la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*);
- b. il valore attribuibile alla grandezza k_T .

In ordine all'aspetto di cui *sub a*), va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning* (P/E), ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow* (P/CF), dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (P/BV), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile; il *price/sales* (P/S), dove al denominatore è iscritto il fatturato.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T (aspetto di cui *sub b*), va subito precisato che il fatto che k_T deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

I metodi diretti basati sull'*entity approach to valuation*

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k}\right)_T \times \left(\frac{P + D}{k}\right)_S$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

D_S : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_S \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio, P , e del valore di mercato dei debiti finanziari, D) e la grandezza k prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T

Per quel che riguarda la scelta della grandezza k , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes*, ($FV/EBIT$); il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* ($FV/EBITDA$).

Per quanto concerne la stima del valore attribuibile alla grandezza k_T , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

7. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

7.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- criteri fondamentali teorici;
- metodi semplificati.

I metodi fondamentali teorici

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1 v^1 + F_2 v^2 + \dots + F_{n-1} v^{n-1} + F_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti)

La *formula fondamentale reddituale teorica* eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + P_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i redditi netti puntuali futuri;

P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La *formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili* si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + P'_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

P^n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n ;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di “razionalità” e di “equità” in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della “obiettività”: sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito a perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche “fondamentali” impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

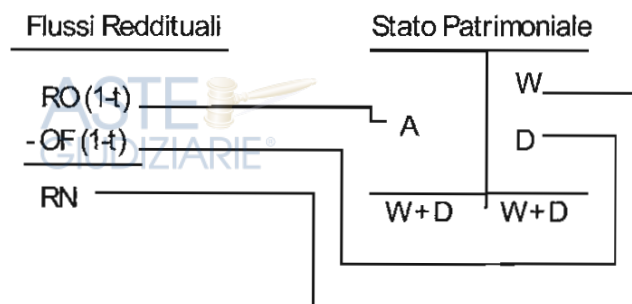
I metodi semplificati

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. Di seguito si procede ad una sintetica illustrazione.

7.2. I metodi reddituali semplificati

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i *valori economici* del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:



dove:

- RO è il valore del reddito operativo;
- t è l'aliquota fiscale societaria;
- OF è l'importo degli oneri finanziari;
- RN è il valore del reddito netto;
- A è il valore economico delle attività operative;
- W è il capitale economico;
- D è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

RN è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;

RO è il reddito operativo medio normale atteso;

$WACC$ è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital: WACC*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d (1-t) \frac{D}{W+D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:



- D valore economico dei debiti finanziari;
- i_d il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;
- t aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$



In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- METODO DEI RISULTATI STORICI: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani



pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.

- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. In merito, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio;



scr (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;



md (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzano flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti) il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.



Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato aventi scadenza coerente con i flussi reddituali o finanziari prospettici, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.



La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.



In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

- i_2 rappresenta il premio per il rischio;
- i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;
- X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

- i_2 è il premio per il rischio d'impresa;
- β è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;



$(R_m - i_f)$

è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_f il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima¹;

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

¹ Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente:

$$\beta_l = \frac{\beta_u}{1 + \frac{D}{W}(1-t)}$$

dove β_u è il *beta unlevered* di

una singola impresa, β_l è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

$$i = i_1 + \beta_A (R_m - i_1)$$

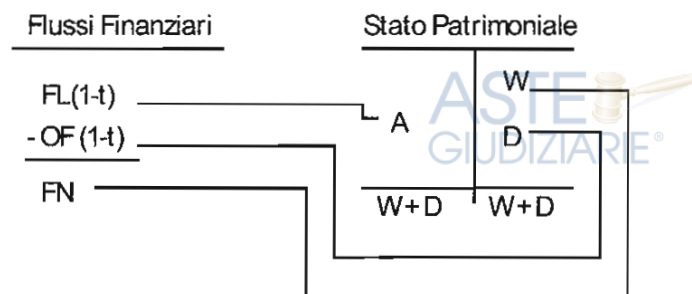
in cui:

β_A è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

7.3. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista in precedenza, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

t è l'aliquota d'imposta;

OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;



FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

A è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);

W è il valore economico del netto (capitale economico);

D è il valore economico dei debiti finanziari.



La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
3. il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.



Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche. Una prima impiega il seguente schema di riferimento:



	Ricavi della gestione operativa corrente
-	Costi della gestione operativa corrente
-	Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs l'erario)
+	Debiti della gestione operativa corrente
	<i>Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)</i>
+	Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
-	Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
-	Crediti relativi ai disinvestimenti
+	Debiti relativi agli investimenti
	<i>Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)</i>
	<i>(A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)</i>
-	Imposte operative pagate
	<i>Flusso unlevered (D)</i>
+	Accensione di debiti finanziari
-	Rimborso di debiti finanziari
-	Concessioni di crediti finanziari
+	Rimborso di crediti finanziari
-	Oneri finanziari pagati
+	Proventi finanziari riscossi
±	Imposte «finanziarie»
	<i>Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)</i>
	<i>(D)+(E) Flusso levered</i>

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

$\text{Flusso levered} = \Delta \text{Cassa} + \text{Rimborsi di capitale sociale} - \text{Versamenti per aumenti di capitale sociale} - \text{Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni} + \text{Dividendi};$

$\text{Flusso unlevered} = \text{Flusso levered} - \text{Accensione di debiti finanziari} + \text{Rimborso di debiti finanziari} + \text{Concessione di crediti finanziari} - \text{Rimborso di crediti finanziari} + \text{Oneri finanziari pagati} - \text{Proventi finanziari riscossi}$

7.4. Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model* è un metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei dividendi disponibili e distribuibili agli azionisti. Il metodo si fonda sulla regola del valore atteso: il valore di qualsiasi *asset* è determinato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi futuri attualizzati a un tasso appropriato alla rischiosità dei flussi di cassa stessi.

Sono pertanto due i fattori fondamentali: i dividendi attesi ed il costo dell'*equity*. Per stimare i dividendi attesi, è necessario elaborare ipotesi

relativamente ai futuri tassi di crescita negli utili e al tasso di *pay-out* (Dividendi/Utili).

Sulla base della formula generale di valutazione del metodo in parola, il valore dell'impresa si compone di due addendi:

- Il valore attuale dei dividendi del periodo di previsione esplicita;
- Il valore attuale dei dividendi oltre il periodo di previsione esplicita (*terminal value*), nel presupposto della continuità della vita aziendale.

In particolare:

$$\text{Equity Value} : [\sum Dt/(1+Ke)] + [Dn * (1+g)/(Ke - (1+g))] / (1+Ke)$$

Tale metodo risulta particolarmente utilizzato per la valutazione delle partecipazioni.

7.5. I metodi basati su grandezze stock

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

7.5.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

- K' è il patrimonio netto rettificato;
- A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;
- P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

7.5.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato "K" il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di "K" sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*, sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + BINC$$

dove:

BINC indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda “*ex novo*” è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l’azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i (K' + BINC)$$

in cui:

R = reddito atteso;

$i (K' + BINC)$ = *reddito congruo*.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall’applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell’equivalenza delle formule valutative. Pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale.

L’algoritmo di valutazione diventa il seguente:

$$W = (K' + BINC) + C.R.$$

dove:

- W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo patrimoniale complesso;
- K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- $C.R.$ il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l’attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formula:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i_c \cdot K'}{(1+i)^t}$$

- a) $(R_t - i_c K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- b) R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- c) i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
- d) i è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovraredditi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Per ragioni prudenziali, in linea con quanto prescritto dalla più autorevole dottrina, nel caso in cui il confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" evidenzi un sottoreddito (reddito atteso inferiore al reddito congruo), si dovrà fare ricorso, quale tasso di attualizzazione, al *risk-free rate*; nel caso, invece, in cui dal confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" emerga l'esistenza di un sovrareddito (reddito atteso superiore al reddito congruo), si dovrà impiegare, quale tasso di attualizzazione, il costo del capitale proprio.
- e) n costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

7.5.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock

I metodi misti, basati su grandezze flusso-*stock*, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda/ramo d'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti e, eventualmente, comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

I metodi misti più diffusi sono: il “metodo tedesco” e il “metodo anglosassone”, di seguito illustrati.

Metodo tedesco

Secondo il “metodo tedesco”, il valore economico di un complesso aziendale è calcolato assegnando uguale peso sia alla componente reddituale che a quella patrimoniale. In formula:

$$W = \frac{1}{2} \left((K' + BINC) + \frac{R}{i} \right)$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$(K' + BINC)$ è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

$\left(\frac{R}{i}\right)$ è il valore economico del capitale stimato con il metodo reddituale puro, che costituisce una particolare configurazione del metodo fondato sui flussi attesi, caratterizzata dal fatto che si presume che il complesso aziendale sia in grado di realizzare, per un periodo di tempo indefinito, un reddito netto sempre eguale e costante, pari a R .

Metodo anglosassone

Il “metodo anglosassone” stima il valore economico del capitale d’impresa tenendo conto dello *stock* di capitale investito e delle prospettive reddituali attese. Si distingue in una versione basata sull’*equity approach* o sull’*entity approach*, a seconda che prenda in considerazione *stock* e flussi netti (patrimonio netto e reddito netto), o *stock* e flussi lordi (capitale investito netto e reddito operativo netto).

Nel primo caso, l’algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = (K' + BINC) + \left[\sum_{t=1}^n (R_t - i_c \times K') \times (1+i)^{-t} \right]$$

dove:

- W è il valore economico del capitale d'impresa;
- $(K' + BINC)$ è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;
- R_t sono i redditi netti attesi puntuali;
- i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
- i è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovra redditi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale;
- n è il numero di anni di durata del sovra/sottoreddito netto.

Nel secondo caso si ha:

$$W = (CIN' + BINC) + \left[\sum_{t=1}^n (RO_t - WACC \times CIN') \times (1+i)^{-t} \right] - D$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'Azienda;
- $(CIN' + BINC)$ è il valore corrente delle attività operative (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi) eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

RO_t sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli n anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

$WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;

i è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovraredditi operativi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Si evidenzia che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, essendo in presenza di flussi operativi, essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale.

n è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;

D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

Per quanto concerne la stima dei parametri riportati nelle formule di valutazione basate su metodologie c.d. "miste", si fa presente che il patrimonio netto rettificato dovrà essere calcolato in conformità a quanto indicato in sede di commento ai metodi basati su grandezze *stock*, mentre il reddito medio normale atteso e il tasso di attualizzazione andranno determinati sulla base dei principi illustrati in sede di commento dei metodi fondati sui flussi.

Ai fini dell'applicazione di tali metodologie, occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;



- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale.



8. La scelta della metodologia valutativa



Molteplici sono – come si è avuto modo di precisare in precedenza – le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda/ramo d'azienda. Non esiste infatti un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di “razionalità”, “obiettività”, “generalità” e “stabilità” in misura migliore di tutti gli altri.



La scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda dipende:

- dalla finalità sottesa alla valutazione;
- dalle caratteristiche dell'azienda o ramo oggetto di valutazione;
- dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili.



Riguardo la finalità sottesa alla valutazione, come risulta dall'Istanza di autorizzazione alla nomina dello scrivente, consiste nell'esprimere “ ... *in tempi rapidi, [esprimere] un giudizio tecnico sulle citate commesse e relativi rami aziendali in termini di gestione profittevole degli stessi, e quindi dell'intero compendio aziendale esistente alla data del 20.5.2025, per poter poi individuare la soluzione liquidatoria più “appetibile” rispetto al mercato di riferimento, conferendole un valore di liquidazione che la Curatela potrà prendere come riferimento per la determinazione del “prezzo base d'asta” per gli esperimenti di vendita che verranno autorizzati, e quindi banditi più celermente possibile al fine di evitare un deprezzamento del patrimonio aziendale in questione*”.



per commesse e piano previsionali. Infine, il bilancio al 31.12.2024 non risultava ancora depositato.

L'applicazione dei multipli nella valutazione delle aziende è stata oggetto nel corso degli ultimi decenni, in seguito allo sviluppo dei mercati finanziari e delle operazioni di finanza straordinaria, di un'ampia diffusione.

Fra i diversi fattori che hanno contribuito al successo si rammenta in questa sede il c.d. "vantaggio informativo" riconosciuto ai multipli, specialmente in contesti nei quali le previsioni sono molto difficili, anche in considerazione del limitato bagaglio documentale a disposizione².

Fra i diversi parametri ai quali applicare i multipli, l'utilizzo del fatturato trova fondamento razionale nei seguenti casi:

- assenza di redditività storica significativa o positiva.
- difficoltà / impossibilità nel ricostruire flussi di cassa prospettici attendibili.
- asset limitati o interamente ammortizzati (capannoni in locazione, software o attrezzature obsolete).
- presenza di clienti e contratti ricorrenti che generano flussi stabili, anche se non formalmente consolidati.

L'indipendenza da politiche di bilancio e la ridotta volatilità fanno ritenere consigliabili i moltiplicatori che utilizzano come parametro il fatturato ancorché non incorpori alcuna informazione circa le politiche di prezzi, l'efficienza produttiva, di marketing e amministrativa. In considerazione di ciò, o si assume la convenzione che tutte le imprese di un certo settore operino con gli stessi margini oppure bisogna applicare un coefficiente correttivo che tenda a rendere omogenei i dati utilizzati.

Pertanto, ai fini della stima in oggetto, considerato quanto esposto lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare un metodo diretto fondato sui moltiplicatori empirici ed in particolare fondato sull'*equity approach to valuation*

² Guatri – Bini, "La valutazione delle aziende", Egea.

L'espressione sintetica che meglio può esprimere il metodo in parola è la seguente:

$$W_T = \left(\frac{P}{k} \right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare:

- a. $(P/k)_s$, il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).
- b. la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*);
- c. il valore attribuibile alla grandezza k_T .

Poiché alla data della presente stima la documentazione pervenuta è parziale e comunque la Procedura, in considerazione dello scarso tempo a disposizione, non è in grado di esprimersi sulla qualità della medesima, ne risulta che l'unico dato attendibilmente attribuibile alla grandezza k è costituito dal volume del fatturato delle singole commesse (sia gestite direttamente che concesse in affitto).

Al valore così determinato si applicherà uno "sconto" in considerazione della posizione di minore forza contrattuale della procedura di liquidazione giudiziale.

9. Il moltiplicatore $(P/k)_s$

Per giungere alla valutazione economica del Ramo è stato necessario procedere alla determinazione del moltiplicatore di mercato di un campione di imprese similari.

Di seguito si riporta una tabella sinottica relativa a qualificate Fonti ed a segmenti operativi assimilabili a quello della Logitec:

Fonte	Segmento	EV/Fatturato	Periodo	Note
RL Hulett – Q3 2024	T&L – Private Equity deals	0,88×	2024	Multiplo mediano (PE deals USA)
RL Hulett – Q3 2024	T&L – Strategic deals	1,06×	2024	Multiplo mediano (strategic deals)
RNM Capital – 2022–2023	Operatori asset-heavy	2,27×–2,68×	2022–2023	Logistica integrata / asset-heavy
Proventis Partners – H1 2024	Freight Forwarders (Europa)	0,4×–1,2×	2024	Transazioni M&A europee
Proventis Partners – H1 2024	Port Operators (Europa)	1,1×	2024	M&A Europa
Proventis Partners – H1 2024	Road & Rail (Europa)	0,6×	2024	M&A Europa
RL Hulett – Q1 2025	T&L – Strategic deals	1,5×	Q1 2025	Trend rialzo in (strategic buyers)
Houlihan Lokey	Asset-Light / 3PL Public Companies	0,8×–1,1×	2022–2025	Dati aggiornati fino a marzo 2025
CFAW – Spring 2025	Warehousing & Storage Index	1,1×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)
CFAW – Spring 2025	Truck Transportation Index	1,1×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)
CFAW – Spring 2025	Water Transportation Index	1,2×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)
CFAW – Spring 2025	Transit & Ground Passenger Transportation	1,5×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)
CFAW – Spring 2025	Couriers and Messengers Index	0,9×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)
CFAW –	Support	0,7×	2025	Multiplo

Spring 2025	Activities for Transportation			mediano (PE deals USA)
CFAW – Spring 2025	Rail Transportation Index	5,8×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)

Chi scrive ritiene che i segmenti che maggiormente rappresentativi siano:

Asset-Light / 3PL

Warehousing & Storage Index:

Nel caso specifico gli indicatori più recenti sono;

Houlihan Lokey	Asset-Light / 3PL Public Companies	0,8×–1,1×	2022–2025	Dati aggiornati fino a marzo 2025
CFAW – Spring 2025	Warehousing & Storage Index	1,1×	2025	Multiplo mediano (PE deals USA)

Houlihan Lokey è fondata nel 1972, quotata al NYSE, è considerata l'advisor n. 1 al mondo per volume di operazioni M&A. Nel corso del 2024 ha gestito 86 transazioni nel settore Business Services/Transportation & Logistic.

Fondata nel 1956, CFAW (Corporate Finance Associates Worldwide) ha 70 anni di esperienza nelle operazioni di finanza straordinaria, con un focus su aziende con ricavi tra 10 e 250 milioni di dollari. La società concentra la propria attività su operazioni di fusione, acquisizione, cessione e valutazione d'impresa. I report settoriali riflettono questa specializzazione. Fa parte di GGI (Geneva Group International), una rete globale di professionisti legali, fiscali e M&A, che amplia la base informativa e il network.

Di seguito si riportano gli estratti dei due report:

liquidazione giudiziale, la prassi operativa prevede che in contesti fallimentari o di vendita forza si applichino sconti nell'intorno del 40% anche in funzione del crescente valore dell'asset considerato.

Si ritiene, pertanto, di rettificare il moltiplicatore del 40%, giungendo in tal modo

$$(P/k)_s = 0,48$$

10. La metodologia di stima del canone congruo di affitto di azienda

L'affitto d'azienda consiste nella concessione da parte del soggetto economico delle prerogative di governo del complesso aziendale e del ramo ad un altro soggetto per un determinato periodo di tempo.

Il corrispettivo compatibile in linea teorica per l'attribuzione di tali prerogative è rappresentato dal congruo canone d'affitto, che costituisce, pertanto, una quantità astratta, in quanto legata alle ipotesi sottostanti alla sua determinazione, da stimare in caso di trasferimento temporaneo del complesso aziendale e nell'ottica del perito indipendente.

Nel caso in cui il contratto di affitto sia stato stipulato prima della dichiarazione di liquidazione giudiziale il curatore, come nel caso in oggetto, ne deve valutare la convenienza anche con riferimento al canone pattuito.

Il canone può essere determinato in forma fissa come prodotto tra il valore economico dell'azienda oggetto di affitto ed un tasso espressivo della adeguata remunerazione su questo valore, comprensivo del ritorno sul puro investimento di capitale, nonché sul rischio economico d'impresa.

L'espressione algebrica è dunque la seguente:

$$R = W * i$$

dove:

R è la misura del congruo canone di locazione;

W è il valore del capitale economico dell'azienda;

i è il saggio di adeguata remunerazione.

Circa il saggio di adeguata remunerazione, il Documento del CNDCEC del marzo 2016, "La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali", rileva, in sintesi, che esso può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio (nel caso in cui il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia notevole solidità patrimoniale), mentre l'estremo superiore è il costo del capitale anche determinato sulla base di dati medi settoriali, nel caso specifico è stato fatto pari al "costo medio ponderato del capitale sociale" stimato nel 6,34%.

11. La stima dei valori economici

La stima condotta sulla base della metodologia rappresentata conduce ai seguenti valori:

	Fatturato di un anno	Moltiplicatore	Moltiplicatore rettificato per distress	W = Valore economico	Canone di locazione congruo
Contratti "Affittati"	20.262.865,71	0,8	0,48	9.726.175,54	830.039,53
W Totale Legitt.				9.775.970,73	

12. Conclusioni

Il Dott. Alessandro Bonura, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 4091 e al Registro dei Revisori Legali al n. 68939 con D.M. del 26.03.1996, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 28 bis del 5.04.1996, ha ricevuto l'incarico - da parte del Curatore della Società LOGITEC S.p.A. in Liquidazione Giudiziale - di stimare il valore economico:

- 1) *il ramo aziendale affittato e valutare la congruità del canone di affitto già pattuito, ovvero determinare quello effettivamente congruo, previa descrizione del risultato economico della gestione condotta dall'affittuaria;*

Sulla base di quanto espresso nei precedenti capitoli, delle informazioni disponibili e degli assunti illustrati, in particolare riguardo la prosecuzione dei contratti attivi in essere, si è stimato:

3) *il valore del complesso aziendale di Logitec nella sua interezza (il quale costituirà poi il suo prezzo base di vendita), indicando se si sia più proficua la cessione in blocco, ovvero la cessione di singoli rami aziendali (circoscrivendo all'uopo il relativo perimetro aziendale che sarà oggetto di cessione) o in subordine di singoli beni (individuando, in caso di vendita atomistica, i relativi lotti ed indicando il valore di ciascuno), qualora "... risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori", secondo quanto stabilito dall'art. 214 CCII.*

- Sulla base di quanto espresso nei precedenti capitoli, delle informazioni disponibili e degli assunti illustrati, in particolare riguardo la prosecuzione dei contratti attivi in essere, si è stimato:
 - i. il valore economico del complesso aziendale di Logitec in Euro / milioni **9,825.**

Nel caso in cui la Curatele assumesse di non subentrare nei due residui contratti in gestione diretta, aventi scadenza contrattuale nei prossimi sei mesi, la cessione del ramo d'azienda in affitto sarebbe nella sostanza la cessione in blocco.

E' evidente che l'eventuale risoluzione, ovvero il mancato rinnovo dei contratti in essere, anche all'interno del ramo d'azienda in affitto andrà ad influire sul possibile valore di realizzo.

Nel ricordare che la presente stima si fonda sulle informazioni fornite dalla Curatela, lo scrivente sottolinea che, per comune dottrina, il valore economico teorico rappresenta soltanto un elemento di riferimento per l'offerta di un prezzo, che dipende, in larga misura, dalle condizioni di mercato e dalle posizioni soggettive di negoziazione, specifiche per ciascun potenziale acquirente ovvero affittuario.

Ritenendo concluso il proprio incarico e restando a disposizione per ogni chiarimento, si porgono distinti ossequi.

Roma, 17 luglio 2025

Dott. Alessandro Bonura

