



**Relazione di stima del Valore di riferimento
del capitale economico
della Società**

PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico

**con sede in Lari (PI), Piazza Vittorio Emanuele II n. 2
codice fiscale ed iscrizione al Registro
delle Imprese di Pisa n. 01736030501
iscritta al n. 150659 R.E.A. presso la C.C.I.A.A. di Pisa
capitale sociale € 10.000,00**

ORGANIZZAZIONE • INFORMATICA • VALUTAZIONI e PERIZIE • RISORSE UMANE

Bologna • Brescia • Firenze • Genova • Milano • Napoli • Padova • Roma • Torino • Verona
London • Munich

SOMMARIO

1. PREMESSA	3
2. CENNI SULLA SOCIETA'	3
3. DOCUMENTAZIONE	5
4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....	5
5. SINTESI DEI DATI DI BILANCIO	6
6. METODI DI VALUTAZIONE	7
7. CONCLUSIONI.....	11

ALLEGATI

Allegato 1) Descrizione dei principali metodi valutativi

Allegato 2) Dati previsionale periodo 2014 - 2033

Allegato 3) Sviluppo del metodo DCF periodo 2014 - 2033

Valutazione del Capitale Economico della Società

PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico

Il sottoscritto Dott. Andrea Parodi, nato a Torino (TO), il 09/07/1978, iscritto al nuovo albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circostrizione di Ivrea-Pinerolo-Torino, matricola n. 3272 e al Registro Revisori Contabili, matricola n. 152744, domiciliato, ai fini della presente perizia, presso la Praxi S.p.A, con sede legale ed amministrativa in Torino, Corso Vittorio Emanuele II n. 3, codice fiscale 01132750017, essendo stato nominato, in qualità di dipendente della Praxi S.p.A., dal COMUNE di LARI, quale esperto per accertare **il valore economico della società PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico**,

espone quanto in appresso.

1. PREMESSA

L'incarico ha per scopo la valutazione economica della società PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico, con sede in Lari (PI), Piazza Vittorio Emanuele II n. 2, codice fiscale, iscrizione al Registro imprese di Pisa n. 01736030501 e partita IVA n. 01736030501, capitale sociale Euro 10.000.000 – interamente sottoscritto dal COMUNE DI LARI (socio unico).

La società è amministrata da un Amministratore Unico, Dott. Giacomo ORAZZINI.

La società ha nominato un revisore unico, Dott. David Anguillesi.

2. CENNI SULLA SOCIETA'

La società, interamente controllata dal Comune di Lari, è stata costituita con atto a rogito del Notaio Antonio Tumbiolo di Lucca in data 16.02.2005 repertorio n. 30116/4710, così come previsto nella deliberazione di Consiglio Comunale n. 93 del 20.12.2004.

La Progetto Prometeo S.r.l. è stata costituita ai sensi degli artt. 112 e seguenti del D.Lgs. n. 267/00 e degli artt. 2462 e seguenti del codice civile, per la gestione di servizi pubblici locali aventi ad oggetto la produzione di beni ed

attività rivolte a realizzare fini sociali ed a promuovere lo sviluppo economico e civile della comunità locale.

Con deliberazione di giunta comunale n. 85 del 18.05.2005, è stato ritenuto di affidare alla suddetta Società la gestione delle attività di manutenzione edile del patrimonio immobiliare del comune di Lari, al fine di assicurare una maggiore efficacia ed efficienza di tali attività rispetto alla gestione diretta comunale.

A norma di statuto la società può ad oggi svolgere attività di gestione, direttamente o attraverso prestazioni di terzi, ed in conformità alla legislazione vigente, dei seguenti servizi in favore principalmente di enti pubblici:

- gestione delle paghe e amministrazione del personale;
- cura degli adempimenti connessi all'instaurazione e cessazione del rapporto di lavoro;
- elaborazione dei cedolini paga;
- cura degli adempimenti normativi mensili ed annuali;
- rilievo dei beni e delle proprietà immobiliari, analisi immobiliari, strutturali, impiantistiche, etc;
- compilazione delle schede previste dalla vigente normativa regionale;
- restituzioni grafiche dei beni;
- perizie estimative e di programmazione;
- pubblicizzazione del patrimonio;
- l'acquisto, la vendita, la locazione, la permuta, la gestione, il comodato, la costruzione, la riparazione, la ristrutturazione e la manutenzione di appartamenti, negozi, immobili industriali e commerciali ed immobili in genere, nonché terreni edificatori ed agricoli, con eventuali fabbricati rurali;
- la costruzione in proprio, anche con il sistema del conferimenti in appalti o per conto terzi mediante assunzione di appalti di opere edilizie ed affini, di interesse pubblico o privato, di edifici destinati a case per abitazione e negozi, di edifici industriali, di beni immobili in genere di qualsiasi tipo e per qualsiasi uso e la stipula di contratti atipici del genere *do ut facias*;

- la ristrutturazione di immobili e l'esercizio di opere edili necessarie alla loro manutenzione, l'acquisto e la vendita di materiale edile di qualunque tipo e di articoli per l'arredamento.

3. DOCUMENTAZIONE

Al fine di determinare il valore economico della società, il sottoscritto valutatore si è basato sulla seguente documentazione:

- statuto della società;
- visura camerale della società;
- bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 ed allegati;
- bilancio di esercizio al 31 dicembre 2011 ed allegati;
- bilancio di esercizio al 31 dicembre 2012 ed allegati;
- convenzione di affidamento servizi da parte del Comune di Lari;
- deliberazione di Giunta Comunale del Comune di Lari n. 85 del 18 maggio 2005;
- relazione tecnica sulla gestione della società Progetto Prometeo S.r.l.;
- dati storici delle attività attualmente in capo al Comune di Lari e che si intendono affidare alla società Progetto Prometeo S.r.l.;
- piano degli investimenti nel settore stradale (asfaltature).

Tenuto conto che la società ha affidato la revisione legale ad un professionista (revisore unico) si è ritenuto opportuno non sviluppare attività di revisione contabile né alcuna autonoma verifica, pertanto i documenti e le informazioni impiegate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state utilizzate e valutate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva.

4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

La valutazione che segue è stata effettuata secondo criteri di imparzialità, neutralità e indipendenza, allo scopo di determinare, secondo criteri di prudenza, il valore economico della società PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico, finalizzato alla definizione di un importo a base di gara per la scelta del socio privato (a cui verrà ceduta una quota di minoranza).

5. SINTESI DEI DATI DI BILANCIO

	31 dicembre 2012	31 dicembre 2011	31 dicembre 2010
STATO PATRIMONIALE (valori in Euro)			
Immobilizzazioni immateriali	0	0	0
Immobilizzazioni materiali	8.894	6.129	8.012
Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0
Immobilizzazioni nette	8.894	6.129	8.012
Rimanenze	0	0	352
Crediti	174.519	141.753	145.034
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	0
Disponibilità liquide	358	47	79
Ratei e risconti attivi	3.956	4.916	5.871
Capitale circolante netto	174.877	141.800	145.465
CAPITALE INVESTITO	187.727	152.845	159.348
Debiti	86.980	76.217	80.521
Ratei e risconti passivi	0	0	0
Fondo rischi ed oneri	55	55	55
TFR	34.988	27.376	30.151
Capitale di terzi	122.023	103.648	110.728
Capitale Sociale	10.000	10.000	10.000
Riserve	39.917	38.620	34.745
Risultato dell'esercizio	16.507	577	3.875
Patrimonio netto	65.704	49.197	48.620
FONTI DI FINANZIAMENTO	187.727	152.845	159.348
CONTO ECONOMICO (valori in Euro)			
Ricavi dell'attività	289.709	297.237	388.858
Altri ricavi	2.352	7	2
Costi per materie prime	(12.485)	(17.920)	(49.923)
Variazioni delle rimanenze prime	(0)	(352)	(2.144)
Costi per servizi	(56.882)	(72.066)	(111.966)
Godimento beni di terzi	(10.021)	(10.208)	(5.366)
Oneri della gestione	(12.224)	(7.672)	(10.016)
Valore aggiunto	200.449	189.026	209.445
Costo del lavoro	(168.782)	(163.380)	(192.095)
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	31.667	25.646	17.350
Ammortamenti e svalutazioni	(2.292)	(2.658)	(2.497)
Altri accantonamenti	(0)	(0)	(0)
EBIT	29.375	22.988	14.853
Gestione finanziaria	(1.560)	(1.761)	(1.581)
Gestione straordinaria	(0)	(13.727)	(0)
Risultato ante imposte	27.815	7.500	13.271
Imposte dell'esercizio	(11.308)	(6.923)	(9.396)
Risultato netto	16.507	577	3.875

6. METODI DI VALUTAZIONE

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Per quanto riguarda una dettagliata descrizione dei principali metodi di valutazione, si rimanda all'Allegato 1.

Alla luce di tali premesse, e sulla base delle caratteristiche peculiari dei diversi metodi di valutazione di cui all'allegato 1, il valutatore ha ritenuto opportuno utilizzare il metodo del *Discounted Cash Flow (DCF)*.

Nell'applicazione del metodo prescelto, sono stati applicati i seguenti principi generali:

- principio della prudenza: la prudenza valutativa impone di assumere come limite massimo quello indicato dal presunto valore di realizzo diretto o indiretto (attraverso l'uso), nella prospettiva di continuazione dell'attività dell'impresa; tale principio non deve tradursi in sottovalutazioni, in quanto gli eventi futuri di gestione di un'impresa devono essere assunti con criteri di equilibrio e di ragionevolezza;
- principio della continuazione dell'attività: tutte le valutazioni muovono dall'inevitabile presupposto della continuazione dell'esercizio dell'attività, il che conduce a valori anche sensibilmente diversi da quelli ritraibili in una fase di liquidazione aziendale.

7. PERIMETRO DI VALUTAZIONE

Come accennato la società in oggetto gestisce servizi pubblici locali aventi ad oggetto la produzione di beni ed attività rivolte a realizzare fini sociali ed a promuovere lo sviluppo economico e civile della comunità locale.

Nella determinazione del valore del capitale economico della società, il valutatore ha tenuto conto anche delle nuove attività che l'amministrazione comunale ha intenzione di attribuire alla società Progetto Prometeo, ed in particolare:

- l'esecuzione dell'attività di asfaltatura delle strade;
- ulteriori attività di gestione del demanio e del patrimonio;
- attività afferenti all'ufficio tecnico;

- attività in ambito di viabilità, protezione civile ed ambientale;
- personale dipendente afferente alle attività da trasferire.

Pertanto, ai fini della valutazione, il perito ha costruito, supportato dagli uffici preposti del Comune di Lari, i futuri conti economici (per il ventennio 2014-2033) della società Progetto Prometeo partendo da tali informazioni:

- per i servizi già in essere al 31.12.2012: i costi sono stati stimati sulla base della somma stanziata nel bilancio di previsione delle ente per l'anno 2013 (al netto dell'effetto IVA), i ricavi maggiorando i costi di un congruo margine di remunerazione;
- per le nuove attività: sulla base degli importi stanziati nel bilancio previsionale dell'ente per l'anno 2013 (che non si discostano in modo significativo dai valori medi degli ultimi 3 esercizi);
- il piano delle strade da asfaltare;
- costo attuale del personale da trasferire.

I dati di tipo gestionale (sia i ricavi sia i costi) sono stati inflazionati negli anni (al tasso del 2,5%).

Non sono previsti investimenti.

8. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL DCF

Il calcolo del valore attribuibile all'Azienda oggetto di valutazione è stato sviluppato con l'utilizzo del Metodo Finanziario (*Discounted Cash Flow*), riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali, che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore. La versione applicata è quella al lordo degli oneri o proventi finanziari (*unlevered cash flow*).

Secondo la prassi prevalente il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'Azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e

un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica (*Valore Terminale*);

- la posizione finanziaria netta, espressa a valori di mercato;
- il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*Surplus Assets*).

Si richiama la formula del metodo DCF ed i suoi componenti, già espressa nell'Allegato 1.

8.1 Natura ed origine dei dati utilizzati per la determinazione del valore

Ai fini della valutazione dell'Azienda con il metodo del DCF nella versione UNLEVERED sono stati presi in considerazione i dati previsionali per gli esercizi 2014 – 2023 (Allegato n. 2), arrivando a determinare e stimare il flusso di cassa realizzato dalla società in tali periodi.

8.2 Calcolo del costo medio del capitale investito (WACC)

Tenuto conto che i flussi di cassa utilizzati sono stati proiettati al lordo degli oneri/proventi finanziari, cioè su base *unlevered*, ne consegue che tutti i parametri utilizzati devono essere coerenti con tale approccio.

Per determinare il tasso di rendimento WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) da applicare ai flussi di cassa per il calcolo del valore ci siamo avvalsi dei seguenti parametri generali di mercato:

Tasso di rendimento privo di rischio 4,53%

Il tasso di rendimento privo di rischio è stato stimato sulla base del tasso di rendimento medio effettivo lordo offerto dai titoli decennali (B.T.P.) del Tesoro Italiano - media delle emissioni degli ultimi 12 mesi (fonte: Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze).

“Premio (medio) di mercato per il rischio” 5,80%

Il *market risk premium* (MRP) è inteso come maggior rendimento atteso dal mercato azionario rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio. Il “premio” corrisponde alla necessità di remunerare adeguatamente il capitale tenuto conto prevalentemente del rischio paese. Il MRP è stato posto pari al *Risk Premium* riconosciuto dai mercati per la Germania, in quanto, vista la particolare situazione congiunturale, il maggior premio per il rischio è

già parzialmente riflesso nel valore del BTP italiano. Pertanto, al fine di non conteggiare tale effetto due volte, abbiamo preso come riferimento il MRP della Germania, reputato come paese a minor rischio nel contesto europeo.

Coefficiente β 1,00

Il coefficiente β esprime il grado di rischio dell'investimento in un determinato titolo azionario rispetto alla rischiosità osservata nel mercato borsistico di riferimento.

Tenuto conto che la Società non è quotata e quindi non è disponibile un β proprio e tenuto altresì conto del business aziendale, non sono stati ravvisati elementi di maggior rischiosità rispetto al mercato, per cui il β è stato determinato nella misura di 1.

Sulla base dei parametri sopra indicati il costo dei mezzi propri è stato quindi stimato pari al 10,33%.

Tasso di remunerazione del capitale di terzi 5,08%

Il tasso di interesse corrisposto sull'indebitamento verso terzi è stato determinato nella misura del 5,08% (importo già al netto dell'effetto fiscale del 27,5%).

Tenuto conto che non sono previsti investimenti, non è stata considerata la componente relativa al capitale di terzi.

Sulla base dei parametri sopra indicati il WACC è stato stimato pari al 10,33%.

Avendo determinato i flussi di cassa lungo i 20 anni previsti nella concessione comunale, non abbiamo determinato il *Terminal Value*.

8.3 Sintesi dei dati di base

Lo sviluppo dei calcoli per la determinazione del valore del capitale economico della società con il metodo del *Discounted Cash Flow* è riportato nell'allegato 3.

Tutto ciò premesso, il valore complessivo dell'Azienda può essere determinato, a valori arrotondati, in misura pari ad **Euro 573.000,00**.

9. CONCLUSIONI

In conclusione, in esecuzione del mandato conferito, è possibile affermare coscientemente che il valore attribuibile al capitale economico della PROGETTO PROMETEO S.r.l. a socio unico, tenuto conto di quanto indicato in premessa a livello di principi di valutazione e sulla base della documentazione messa a disposizione, corrisponde all'importo di **Euro 573.000,00.**

Torino, 19 settembre 2013

Dott. Andrea Parodi

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Andrea Parodi", enclosed within a light blue rectangular border.

ALLEGATO 1: METODI DI VALUTAZIONE

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

1 Metodo patrimoniale semplice e complesso

Tale criterio fa riferimento alla situazione patrimoniale aggiornata alla data di riferimento della valutazione, apportando ai valori in essa espressi quelle correzioni necessarie ad adeguare i valori storici a quelli di mercato.

Il metodo patrimoniale costituisce un passaggio valutativo imprescindibile, essendo una fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso svolge un ruolo informativo insostituibile, consentendo la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

Questo metodo è utilizzato quale metodo di valutazione in presenza di aziende con forte patrimonializzazione e, pertanto, con ingenti e prevalenti immobilizzazioni di capitali in cespiti tecnici, o comunque materiali. Qualora, invece, l'aspetto dinamico dell'impresa, e cioè la sua gestione economica, prevalga sulla componente patrimoniale, questo criterio si rivela inadeguato, in quanto non riesce ad apprezzare nell'ente sottoposto a valutazione la capacità di produrre redditi futuri.

La valutazione operata con il metodo patrimoniale si caratterizza come stima analitica a valori correnti, effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio.

A seconda che i beni immateriali, oggetto di autonoma valutazione, siano o meno considerati, si possono distinguere i seguenti metodi patrimoniali:

a) metodo patrimoniale semplice: assume normalmente come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio, per arrivare al "*patrimonio netto rettificato*", senza ancora considerare gli elementi immateriali da valutare separatamente, e comunque non già presenti nella situazione patrimoniale di partenza (es. l'avviamento).

Il metodo patrimoniale semplice quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. In formula:

$$W = K$$

dove:

- **W** = valore dell'azienda;
- **K** = valore patrimoniale rettificato.

Nel metodo patrimoniale semplice la valutazione dell'azienda viene condotta in modo indiretto, in quanto il metodo è basato sulla preventiva determinazione degli elementi che compongono il patrimonio aziendale. Il metodo patrimoniale (semplice o complesso) non prende in considerazione aspetti reddituali.

Tale metodo esprime a valori correnti le poste attive e passive del patrimonio. In particolare, per quanto riguarda gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del valore di presumibile realizzo; anche per quanto riguarda gli elementi a realizzo indiretto (ad es. immobilizzazioni), il criterio preso a riferimento è normalmente quello del valore corrente (o di stato d'uso). Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono, infine, valutati con il criterio del valore di presunta estinzione;

- b) metodo patrimoniale complesso: quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo le risorse intangibili oggetto di autonoma valutazione, ovvero i beni immateriali che compongono le attività dell'azienda, non espressi nella situazione patrimoniale di riferimento. In formula:

$$W = K + I$$

dove:

- **W** = valore dell'azienda;
- **K** = valore patrimoniale rettificato;
- **I** = valore degli elementi immateriali.

I beni immateriali sono costituiti da risorse incorporate nell'azienda, quali avviamento, *know-how*, condizioni finanziarie, manageriali, di marketing, di ricerca, di prodotto, di distribuzione, credibilità, etc.

2 Metodo reddituale

Tale criterio tiene conto della potenziale capacità dell'azienda di produrre risultati economici positivi negli esercizi futuri, con o senza limitazioni di periodo, e prende in considerazione la capitalizzazione del reddito medio prospettico, ad un tasso che sia pari a quello di investimenti alternativi, depurato dell'effetto inflazionistico ed aumentato di un fattore variabile in funzione del rischio d'impresa.

Tale procedimento rispecchia l'unitarietà dell'azienda e la coordinazione degli elementi che la compongono; sulla base di questa impostazione il procedimento in esame si

pone l'obiettivo di pervenire ad un valore globale, determinato in via unitaria. Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva, ma è inadatto ad esprimere il valore di aziende in fase di sviluppo o in fase recessiva, proprio a causa del concetto che ne sta alla base: la determinazione e l'utilizzo di un reddito medio prospettico da realizzare in modo ragionevolmente stabile.

In base a tale metodo, alla quantificazione del valore dell'azienda in esercizio si giunge mediante l'attualizzazione (o capitalizzazione) dei presumibili redditi futuri, ad un congruo tasso, per un periodo di tempo in genere illimitato.

La formula di base che ne consegue assume la seguente configurazione:

$$W = R / i + I$$

in cui

- **W** = valore dell'azienda;
- **R** = reddito medio prospettico (espressione di durevole redditività);
- **i** = tasso di attualizzazione prescelto, che tenga adeguatamente conto del rischio insito in capitalizzazioni a tempo indeterminato;
- **I** = trattasi degli investimenti accessori, corrispondenti agli eventuali impieghi di capitale in attività diverse dall'oggetto tipico dell'impresa e che, quindi, possono anche mancare, non essendo indispensabili al funzionamento dell'impresa medesima.

Gli eventuali investimenti non strumentali alla produzione tipica dell'impresa sono di solito valutati a parte, per cui il reddito medio prospettico non comprende i proventi netti da questi prodotti.

Come si desume dalla semplice osservazione della formula, il metodo in oggetto appartiene alla classe dei procedimenti sintetici, in quanto il valore teorico di scambio del capitale d'impresa è ottenuto in via globale e non per somma di valori attribuiti a distinti elementi del complesso aziendale.

Il procedimento in oggetto, come già rilevato, attribuisce primaria rilevanza alla capacità dell'impresa di produrre futuri redditi, sebbene anche la composizione attuale del patrimonio (capitale) sia implicitamente considerata.

Nel processo di valorizzazione delle varie grandezze si opera, secondo la dottrina più qualificata, nei seguenti termini:

- reddito prospettico medio: rappresenta l'elemento principale da determinare, qualora ci si proponga di determinare il valore dell'azienda in via sintetica. Esso è

chiamato ad esprimere la durevole attitudine dell'impresa a produrre reddito, prescindendo da eventuali investimenti accessori (come sopra precisato).

E' opportuno, poi, ipotizzare un reddito normalizzato, che non tenga conto, cioè, di eventi di gestione straordinaria non ricorrente.

In linea di massima ci si deve riferire ad un reddito conseguibile in condizioni normali di gestione, tenendo conto tuttavia delle potenzialità eventualmente presenti nell'azienda, anche se inesprese.

In sostanza, il reddito qui considerato si caratterizza per essere un reddito *prospettico, annuo, medio, rappresentativo di condizioni normali di gestione*, al netto di eventuali oneri figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio.

Nella sua determinazione, si tiene conto degli sviluppi futuri della gestione aziendale e dell'elaborazione del conto economico di un futuro esercizio medio rappresentativo;

- tasso di attualizzazione: il tasso di attualizzazione esprime in generale il rapporto, tra reddito e capitale, ritenuto conveniente per l'investimento nell'impresa, dando contenuto economico alle attese di remunerazione del capitale proprio.

Alla sua determinazione è necessario procedere per approssimazioni successive.

Il punto di partenza è rappresentato dall'individuazione di un tasso di puro interesse, per investimenti a rischio pressoché nullo; tasso variabile, entro certi limiti, da luogo a luogo e di tempo in tempo. Un parametro significativo per la sua quantificazione può essere offerto dal rendimento dei titoli di Stato a medio termine, depurato dalla componente inflazionistica.

Il tasso di puro interesse così individuato deve essere maggiorato in misura congrua, per tenere conto del rischio economico d'impresa. In particolare si ricorda che:

- il rischio risulta tanto maggiore quanto più elevato è il grado di immobilizzo del capitale;
 - per settori ad alto rischio si può arrivare fino ad un raddoppio del tasso di puro interesse;
- investimenti accessori: sono normalmente rappresentati da investimenti in terreni e fabbricati non utilizzabili, o ceduti in locazione, in titoli a reddito fisso pubblici e privati, in partecipazioni non strategiche nel capitale di altre imprese, ecc..

Nel processo valutativo questi investimenti vengono di solito, ma non necessariamente, considerati a parte, sia perché disponibili per altre destinazioni

sia perché stimabili più facilmente; infatti, solitamente godono di un mercato più o meno ampio, non mancando per essi il riferimento a prezzi negoziati, con la possibilità di adottare il criterio del valore corrente di mercato;

- avviamento: l'avviamento di un'impresa, secondo la prevalente dottrina estimativa, risiede nell'insieme delle condizioni che concorrono a conferire all'impresa stessa una redditività soddisfacente, tale da consentire una remunerazione adeguata del capitale proprio in essa investito.

Non si tratta, dunque, di un elemento patrimoniale autonomo, ma di un modo di essere o di una qualità dell'impresa, per cui esso non è concepibile disgiuntamente dall'insieme degli elementi materiali ed immateriali che, coordinati tra loro, ne costituiscono la sostanza patrimoniale.

Il metodo reddituale, pervenendo ad un valore unitario del capitale, comprensivo perciò anche del valore di avviamento, riflette con maggiore puntualità la natura dello stesso, come sopra definita. D'altra parte, particolari esigenze conoscitive (ad esempio la necessità di disporre di maggiori informazioni in sede di negoziazione) possono rendere opportuna l'individuazione del valore attribuibile all'avviamento distintamente considerato.

In tal caso, alla determinazione del valore di avviamento si può giungere in modo indiretto, sottraendo dal valore globale dell'azienda il valore corrente della massa patrimoniale di cui essa risulta dotata. In simboli:

$$\mathbf{A = W - K}$$

dove:

- **A** = valore di avviamento che si vuole calcolare;
- **W** = valore di scambio dell'azienda considerata;
- **K** = valore corrente della sostanza patrimoniale, comprensivo della PFN, ovvero

$$\mathbf{A = W - (K + I)}$$

qualora oggetto della valutazione sia il capitale complessivo dell'Azienda, compresi gli investimenti accessori.

3 Metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il valore dell'azienda, secondo il procedimento in esame, corrisponde alla somma del valore corrente della sostanza patrimoniale (cosiddetto "valore sostanziale") e del valore attribuito all'avviamento. In simboli:

$$\mathbf{W} = \mathbf{K} + \mathbf{A}$$

dove:

- **W** = valore dell'azienda;
- **K** = valore corrente della sostanza patrimoniale;
- **A** = valore dell'avviamento autonomamente determinato.

Si tratta di un procedimento analitico, in cui viene assunta come base di partenza una situazione patrimoniale di funzionamento appositamente redatta alla data di riferimento della valutazione, sulla quale l'esperto interviene, per giungere alla determinazione di un capitale netto rettificato in funzione della stima autonoma dell'avviamento.

Valore sostanziale (K)

Costituisce, per opinione concorde della dottrina estimativa, il valore corrente della sostanza patrimoniale dell'azienda ceduta. Poiché si procede analiticamente alla sua determinazione, il metodo in oggetto appartiene alla classe dei procedimenti analitici. In tal senso, si deve necessariamente assumere, quale base di partenza, una situazione patrimoniale di funzionamento appositamente redatta alla data di riferimento della valutazione.

In via generale, tutti gli elementi attivi e passivi, anche i beni immateriali, devono essere compresi nella valutazione della sostanza patrimoniale, ad eccezione di quelli che più strettamente possono caratterizzarsi come fattori di avviamento. Intendiamo riferirci, fra l'altro, a talune immobilizzazioni immateriali, quali le spese di impianto e di ampliamento, le spese per studi e ricerche capitalizzate, gli avviamenti pagati a terzi, ed in genere i costi pluriennali capitalizzati, a cui non è corretto attribuire, in sede di cessione, un valore autonomo.

A tale situazione patrimoniale devono poi essere apportate tutte quelle rettifiche che possano esprimere a valore corrente, per quanto possibile, i suoi componenti attivi e passivi.

Valore di avviamento (A)

Secondo l'orientamento unanime della dottrina estimativa, la determinazione del valore di avviamento si ottiene per via autonoma attraverso la seguente formula:

$$\mathbf{A} = (\mathbf{R} - \mathbf{K} i) \mathbf{a}_{nj}$$

dove:

- **A** = valore di avviamento ricercato;
- **R** = reddito prospettico medio normalizzato;

- **K** = valore corrente della sostanza patrimoniale;
- **i** = tasso di remunerazione "normale" del capitale investito;
- **a_{nj}** = valore della rendita unitaria (per "n" anni, attualizzata al tasso "j").

Il reddito prospettico medio "**R**" qui considerato è espressione della presumibile redditività dell'azienda nel medio-lungo periodo; per le modalità della sua determinazione valgono i concetti esposti a proposito del metodo reddituale.

Il prodotto "**Ki**" esprime la remunerazione "normale" del capitale investito nell'azienda, che, calcolata sul valore sostanziale, corrisponde al reddito ritenuto soddisfacente, nella norma, dalle attese dei conferenti il capitale proprio.

La differenza "**(R - Ki)**" costituisce il divario fra il reddito futuro atteso ed il reddito "normale" nel senso indicato; divario che può assumere segno positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*).

Si procede quindi all'attualizzazione, mediante la formula della rendita posticipata temporanea.

4 Metodo dei flussi di cassa attualizzati

Il metodo del *Discounted Cash Flow* è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale (*Terminal Value*), corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
- la posizione finanziaria netta, espressa a valori di mercato;
- il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*Surplus Assets*).

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

dove:

- **E** = valore del patrimonio netto o Equity;
- **OFCF_t** = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;
- **WACC** = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;
- **n** = numero di anni di previsione esplicita;
- **V_f** = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;
- **D** = posizione finanziaria netta;
- **M** = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);
- **SA** = *surplus assets* (attività non operative e/o partecipazioni in società collegate, consolidate con il metodo del patrimonio netto).

5 Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

L'utilizzo dei multipli di mercato è ritenuto, dalla dottrina, un semplice metodo di controllo; nella prassi finanziaria gli operatori ricorrono sempre più spesso al metodo dei moltiplicatori per validare i risultati dei metodi finanziari.

L'applicazione di tale criterio si articola nelle fasi di seguito descritte.

Determinazione del campione di riferimento

Data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società

da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

Scelta dei multipli significativi

I principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati:

- **EV/EBITDA**: rapporto tra *Enterprise Value* (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- **EV/EBIT**: rapporto tra *Enterprise Value* e reddito operativo;
- **Price/earning (P/E)**: rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- **EV/OCF**: rapporto tra *Enterprise Value* e flusso di cassa operativo;
- **EV/Sales**: rapporto tra *Enterprise Value* e fatturato dell'azienda.

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di *turnaround*.

Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione

In genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione.

Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione

La scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione.

Applicazione dei multipli

I *ratios* così ottenuti sono applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori.

Allegato 2

CONTO ECONOMICO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	TOTALE
Ricavi asfaltature	300.000	307.500	315.188	323.067	331.144	339.422	347.908	356.606	365.521	374.659	384.025	393.626	403.467	413.553	423.892	434.489	445.352	456.485	467.898	479.595	7.663.397
Ricavi da canone (implementazione servizi)	383.330	392.914	402.736	412.805	423.125	433.703	444.546	455.659	467.051	478.727	490.695	502.963	515.537	528.425	541.636	555.177	569.056	583.282	597.864	612.811	9.792.042
Ricavi canone standard (vecchi canone)	330.802	339.072	347.549	356.238	365.144	374.273	383.629	393.220	403.051	413.127	423.455	434.041	444.893	456.015	467.415	479.101	491.078	503.355	515.939	528.837	8.450.235
TOTALE RICAVI	1.014.133	1.039.486	1.065.473	1.092.110	1.119.413	1.147.398	1.176.083	1.205.485	1.235.622	1.266.513	1.298.176	1.330.630	1.363.896	1.397.993	1.432.943	1.468.767	1.505.486	1.543.123	1.581.701	1.621.244	25.905.674
Costi demanio	58.868	60.339	61.848	63.394	64.979	66.603	68.269	69.975	71.725	73.518	75.356	77.240	79.171	81.150	83.179	85.258	87.390	89.574	91.814	94.109	1.503.757
Costi ufficio tecnico	6.884	7.056	7.233	7.414	7.599	7.789	7.984	8.183	8.388	8.598	8.812	9.033	9.259	9.490	9.727	9.971	10.220	10.475	10.737	11.006	175.857
Costi Viabilità	96.240	98.646	101.112	103.640	106.231	108.886	111.609	114.399	117.259	120.190	123.195	126.275	129.432	132.667	135.984	139.384	142.868	146.440	150.101	153.854	2.458.409
Personale trasferito demanio	119.186	122.166	125.220	128.350	131.559	134.848	138.219	141.675	145.217	148.847	152.568	156.382	160.292	164.299	168.407	172.617	176.932	181.356	185.890	190.537	3.044.568
Personale trasferito	77.075	79.002	80.977	83.001	85.076	87.203	89.383	91.618	93.908	96.256	98.662	101.129	103.657	106.248	108.905	111.627	114.418	117.278	120.210	123.216	1.968.850
Costi gestione (attività ante 2013)	309.161	316.890	324.812	332.933	341.256	349.787	358.532	367.495	376.683	386.100	395.752	405.646	415.787	426.182	436.837	447.758	458.951	470.425	482.186	494.241	7.897.416
Costi asfaltature	279.000	285.975	293.124	300.452	307.964	315.663	323.554	331.643	339.934	348.433	357.144	366.072	375.224	384.605	394.220	404.075	414.177	424.531	435.145	446.023	7.126.959
TOTALE COSTI	946.414	970.074	994.326	1.019.184	1.044.664	1.070.780	1.097.550	1.124.989	1.153.113	1.181.941	1.211.490	1.241.777	1.272.821	1.304.642	1.337.258	1.370.689	1.404.957	1.440.081	1.476.083	1.512.985	24.175.816
MARGINE OPERATIVO LORDO	67.719	69.412	71.147	72.926	74.749	76.618	78.533	80.497	82.509	84.572	86.686	88.853	91.074	93.351	95.685	98.077	100.529	103.042	105.618	108.259	1.729.858
Ammortamenti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MARGINE OPERATIVO NETTO	67.719	69.412	71.147	72.926	74.749	76.618	78.533	80.497	82.509	84.572	86.686	88.853	91.074	93.351	95.685	98.077	100.529	103.042	105.618	108.259	1.729.858
Interessi passivi finanziamento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RISULTATO ANTE IMPOSTE	67.719	69.412	71.147	72.926	74.749	76.618	78.533	80.497	82.509	84.572	86.686	88.853	91.074	93.351	95.685	98.077	100.529	103.042	105.618	108.259	1.729.858
Ires ed Irap	-25.091	-25.718	-26.361	-27.020	-27.696	-28.388	-29.098	-29.825	-30.571	-31.335	-32.118	-32.921	-33.744	-34.588	-35.453	-36.339	-37.247	-38.179	-39.133	-40.111	-640.937
RISULTATO NETTO	42.628	43.694	44.786	45.906	47.053	48.230	49.436	50.671	51.938	53.237	54.568	55.932	57.330	58.763	60.232	61.738	63.282	64.864	66.485	68.147	1.088.921

