RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE PARI AL 22,5% DELLA SOCIETÀ VOODOO S.R.L.

DOTT. FEDERICO CARTEI
DOCENTE FACOLTA' ECONOMIA DI PISA
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE

INDICE

I. PREMESSA 3

II. OGGETTO DELL'INCARICO 3

III. LIMITAZIONI E FINALITÀ 4

IV. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA 4

V. VOODOO SRL 5

1. Descrizione della Società Voodoo Srl 5

2. Descrizione della Società controllata The Factory Group Sh.P.K. L.L.C. 6

VI. I METODI DI VALUTAZIONE 8

1. Il processo di stima del valore di un'azienda: profili metodologici 8

2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale 8

2.1 Il metodo patrimoniale 10

2.2 Il metodo reddituale 10

2.3 Il metodo misto patrimoniale-reddituale 13

2.4 Il metodo finanziario 13

2.5 Il metodo dei multipli 16

VII. VALUTAZIONE VOODOO 17

1. Premessa 17

2. Scelta dei metodi di valutazione 17

VIII. APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO (esclusa TFG) 19

1. I momenti logici del processo valutativo 19

2. La stima degli UFCF 20

La stima dei tassi da applicare nella valutazione 21

La stima dell'Enterprise Value 24

5. La determinazione dell'Equity Value (esclusa TFG) 25

IX. APPLICAZIONE DEL METODO DEI MULTIPLI (Voodoo esclusa TFG) 25

X. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN TFG 28

1. Business Plan TFG 2021-2024 28

2. Metodo Finanziario Discounted Cash Flow (TFG) 29

3. Metodo dei Multipli (TFG) 30

XI. IL VALORE DELLE QUOTE DEL 22,50% DI VOODOO 32

I. Premessa

Il sottoscritto Dottor Federico Cartei, nato a Pisa il 26 febbraio 1974, codice fiscale CRTFRC74B26G702N, con studio in Cecina (LI), Via Marrucci n. 50 ed in Pisa, Via Cosimo Ridolfi, n. 10, Dottore commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Livorno, Sezione A, al n. 427 e nel Registro dei Revisori legali tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al n. 131769 con Decreto Ministeriale del 02/03/2004 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 19 del 09/03/2004, ha ricevuto dai signori **Marco Santini** nato a Padova il 25/08/1975, C.F. SNTMRC75M25G224I, e **Fulvio Paternuosto** nato a Capua il 29/06//1987 C.F. PTRFLV87H29B715C, quali soci della Voodoo Srl con sede in Milano e C.F. 10322310961, l'incarico di procedere alla stima del valore attribuibile al 22,5% delle quote di partecipazione al capitale della Voodoo srl (in seguito anche "**Voodoo**"), da conferire in una società di nuova costituzione, ai sensi dell'art. 2465 del Codice Civile.

La presente relazione di stima è stata richiesta ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2465 del codice civile.

L'incarico professionale è stato conferito in data 19 aprile 2021 e la presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto, in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione dell'azienda indicata.

Il sottoscritto dichiara, in qualità di professionista incaricato, di essere indipendente nei confronti della Società Voodoo S.r.l., nei confronti dei soci conferenti o di altri soggetti, e di non avere alcun interesse nella valutazione che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

II. Oggetto dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la valutazione di una partecipazione del 22,50% al capitale sociale della società Voodoo S.r.l.., con sede legale in via Pietrasanta, 14 Milano, 20141, (MI), P.iva / codice fiscale 09568890967, iscritta al registro delle imprese di Milano numero 10322310961, numero REA MI - 2523408 (di seguito "**Voodoo**" ovvero la "**Società**").

La presente relazione di stima è stata richiesta ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2465 del codice civile. Si precisa, in particolare, che la partecipazione oggetto della presente relazione di stima verrà conferita, in parti uguali tra i signori Marco Santini e Fulvio Parternuosto, in una società di nuova costituzione (Newco 1); successivamente, Newco1 conferirà il 22,5% delle quote di partecipazione di Voodoo Srl nella società Prismi Spa, come previsto da un accordo già sottoscritto tra i conferenti e Prismi S.p.A.; pertanto la presente perizia potrà essere utilizzata anche ai sensi dell'art. 2343 ter, 2 comma, lettera b, del Codice Civile ai fini di tale successiva operazione di conferimento.

Ai fini della presente Perizia, si è quindi proceduto a stimare il «valore economico del capitale» della società Voodoo S.r.l. e, conseguentemente a determinare il valore della partecipazione del 22,50%.

Ministero dell'Economia e delle Finanze
MARCA DA BOLLO
€16,00
SEDICI/00
Agenzia Entrate
01006654 000024AE WD7KKQ01
00178515 30/04/2021 12:47:49
4528-00088 B963-110794C0659
IDENTIFICATIVO : 01192216145500
0 1 19 221614 550 0

III. Limitazioni e Finalità

L'art. 2465 c.c., prevede che chi conferisce beni in natura deve presentare una relazione giurata di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro. Tale relazione deve contenere la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo.

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- la presente valutazione è stata effettuata unicamente per le finalità indicate nell'oggetto e non può essere utilizzata per nessun altro fine. In particolare, il Perito prende atto che il conferimento oggetto della presente perizia viene effettuato nell'ambito di una più ampia operazione che porterà ad un successivo conferimento della partecipazione in Prismi Spa ai sensi dell'articolo 2343 ter comma 2 lettera b) del C.C.;
- la stima è stata predisposta sulla base delle informazioni e previsioni fornite dalla società, nell'assunto che esse siano complete, veritiere e accurate in ogni aspetto; si è fatto pertanto pieno affidamento sulla veridicità e correttezza della documentazione fornita. Si ricorda che l'accuratezza di una valutazione dipende dalla completezza e correttezza delle informazioni ricevute;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile né è demandata al valutatore un'attestazione della validità dei dati aziendali; non si è proceduto perciò a verifiche degli elementi patrimoniali ed economici forniti, né di quelli previsionali, esulando ciò dall'incarico per come conferito. Né è stata accertata l'eventuale esistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale connesse a problematiche non riportate nei bilanci e nei budget messi a disposizione per la valutazione;
- la presente valutazione non è stata elaborata come opinione di equità o come raccomandazione d'investimento, ma rappresenta l'espressione di una valutazione prudenziale circa il valore economico del ramo oggetto di conferimento;
- la stima è stata sviluppata in ipotesi di continuità aziendale ed effettuata alla luce di elementi noti e di previsioni sviluppate e ricevute dalla Società;

Non si assume pertanto alcune responsabilità relativamente alla completezza, veridicità ed accuratezza delle informazioni e dei dati utilizzati.

IV. Documentazione esaminata

Il sottoscritto ha acquisito la documentazione e gli elaborati contabili ed extracontabili necessari per l'espletamento dell'incarico e ottenuto informazioni e delucidazioni dalle diverse funzioni aziendali.

In particolare, le principali fonti utilizzate possono essere riepilogate come segue:

1. Bilancio di esercizio e situazione patrimoniale ed economica analitica dell'esercizio 2018 e 2019 della società Voodoo S.r.l.;
2. Bilancio di esercizio *pro forma* e situazione patrimoniale ed economica analitica *pro forma* dell'anno 2019;
3. Situazione patrimoniale ed economica pro forma alla data 31 dicembre 2020 della società Voodoo Srl e della società partecipata The Factory Group Sh.P.K. L.L.C;

4. Business Plan di Voodoo S.r.l. e della partecipata The Factory Group Sh.P.K. L.L.C relativi al periodo 2021 – 2024 ricevuti in data 19 aprile 2021.
5. Accordo di investimento ricevuto in data 19 aprile 2021.
6. Visura camerale storica della società aggiornata al 21.04.2021
7. Documentazione commerciale e presentazioni istituzionali di Voodoo S.r.l. e della partecipata.

Sono stati inoltre utilizzati tutti gli elementi e le informazioni, in particolare di natura finanziaria, pubblicamente fruibili nelle banche dati e sui siti istituzionali, considerate utili al fine di pervenire ad un corretto valore di stima del ramo d'azienda oggetto della presente relazione.

V. VOODOO S.r.l.

1. Descrizione della Società Voodoo Srl

Voodoo S.r.l. è stata costituita in data 18 aprile 2018 con lo scopo di portare innovazione digitale alle piccole e medie imprese in Italia e all'estero.

La società ha per oggetto sociale l'esercizio delle seguenti attività:

- l'organizzazione di mezzi e servizi volti alla consulenza, allo sviluppo, alla produzione, alla gestione e alla commercializzazione diretta o indiretta di prodotti digitali e servizi di web marketing ad alto valore tecnologico a favore delle piccole e medie imprese e dei grandi brand del retail sia in Italia che all'estero;
- l'ideazione, l'impostazione e la gestione di campagne di digital advertising multicanale realizzate mediante la produzione dei materiali pubblicitari, l'acquisto degli spazi, l'impostazione e l'ottimizzazione delle campagne, la reportistica finale;
- la definizione di strategie e strumenti di performance marketing che supportino gli obiettivi di business del cliente attraverso attività orientate alla lead generation, vendita online e drive to store.

Alla data di redazione della presente Perizia il capitale sociale ammonta ad euro 10.000,00 e risulta interamente versato.

La compagine societaria risulta composta come segue:

- Santini Marco, nato a Padova (PD) il 25 agosto 1975, residente a Milano (MI) Corso Como n.4, cap 20154, Codice Fiscale: SNT MRC 75M25 G224 I, titolare di una quota del 33,34% del capitale sociale;
- Paternuosto Fulvio, nato a Capua (CE), il 29 giugno 1986, residente a Varese (VA), Via San Maurizio n. 13, CAP 21100, Codice Fiscale: PTR FLV 87H29 B715 C, titolare di una quota del 33,33% del capitale sociale;
- Mag14 S.r.l., con sede a Milano (MI), Via Pietrasanta n. 14, cap 20141, Codice Fiscale: 09568890967, titolare di una quota del 33,33% del capitale sociale.

La società risulta amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da Marco Santini, Presidente del CdA, Fulvio Paternuosto, amministratore delegato e Paolo Romiti, consigliere; mentre non è nominato l'organo di controllo, non ricorrendone l'obbligo.

La società svolge attività di consulenza e prestazione di servizi nel settore pubblicitario; in particolare è specializzata nello sviluppo di servizi e soluzioni di local performance marketing per la piccola e media impresa su tutto il territorio nazionale.

Si rivolge in particolare alle piccole e medie imprese commerciali che non sfruttano a sufficienza i canali digitali, perdendo competitività ed opportunità. Voodoo è riuscita a diventare uno dei partner principali di Italiaonline per l'innovazione di prodotto, la digital products strategy e la produzione di contenuti digitali rivolti al mercato SoHo (Small Office Home Office) e di Mercedes-Benz Italia, che le ha affidato la razionalizzazione della presenza digitale locale di oltre 400 officine Mercedes-Benz Car e Van e Smart presenti in Italia.

La società offre i seguenti servizi:

- Digital Local Marketing: strategia e attività di digital, performance e local marketing;
- Content production: attività di produzione di contenuti multimediali e corporate format;
- Web Development: attività di progettazione e sviluppo di soluzioni e-commerce e web su piattaforme proprietarie e terze parti;
- Consulenza strategica: consulenza strategica e formazioni su temi di local asset, visibility e performance.

Per fare ciò dispone dei seguenti assets tecnologici:

- *Piattaforma analisi della presenza locale*

È stata sviluppata e costantemente perfezionata una piattaforma per analizzare la presenza locale e il livello di digitalizzazione dei potenziali clienti sui canali Google, Web e Social.

Piattaforma di supporto alla rete commerciale

È stata sviluppato un hub digitale integrato con i sistemi gestionali in grado tracciare dati e digitalizzare tutti i processi di gestione delle pipeline, calcoli amministrativi e provvigionali, formazione della rete e avvio della produzione presso la factory.

- *CMS per la produzione di siti web industrializzati*

È stata sviluppata una piattaforma per la creazione rapida di siti web industrializzati che non richiede competenze di sviluppo e che si integra con la parte di marketing e gestione di campagne di traffico.

La struttura strategica di Voodoo si basa ad oggi su:

- un fulcro strategico e di management con sede a Milano;
- un layer operativo a Prishtina presso una società controllata;
- partners commerciali che abilitano canali indiretti di vendita;
- un network capillare e territoriale di fotografi, videomaker e microinfluencer.

2. Descrizione della Società controllata The Factory Group Sh.P.K. L.L.C.

A fine 2019 è stata costituita in Kosovo una società denominata **The Factory Group Sh.P.K.** L.L.C. (Limited Liability Company), in seguito anche "**The Factory**" o "**TFG**", con sede a Perandori Justinian Street n. 120, 10000 Pristina Kosovo.

Inizialmente la società era partecipata al 70% da Voodoo Srl, al 15% da HTLC Network Group Holding A.G. (con sede in Svizzera, Cantone Ticino, a Chiasso, Corso Gattardo n. 169 e al 15% dalla Sig.ra Selene Squizzato (nata il 24.11.1969, residente a Varese Via Crispi n. 120, cap 21100).

Attualmente la compagine sociale è costituita all'85% da Voodoo e il restante 15% è suddiviso in parti uguali tra i signori Santini Marco e Paternuosto Fulvio; in quanto nel 2021 la Sig.ra Selene Squizzato ha ceduto la propria partecipazione del 15% a Voodoo, mentre la società HTLC Network Group Holding A.G. ha ceduto il 7,5% al Sig. Santini Marco e il 7,5% al Sig. Paternuosto Fulvio.

Il capitale sociale ammonta a 50.000,00 euro.

The Faktory nasce come spalla operativa di Voodoo per tutte le attività di produzione digitali massive secondo il modello consolidato ed ulteriormente perfezionato della Digital Factory.

I motivi che hanno portato a scegliere il Kosovo per la realizzazione di questo progetto imprenditoriale sono stati principalmente il fatto che questo Paese dispone di:

- risorse giovani, qualificate e dinamiche (il Kosovo è un Paese europeo con l'età media più bassa e con un livello di educazione sugli standard occidentali e americani con competenze digitali diffuse e altamente qualificate nel campo digitale);
- condizioni economiche vantaggiose (il Kosovo è il Paese ideale per un outsourcing di qualità con prezzi altamente competitivi sul mercato),
- stabilità economica e politica (il Kosovo ha recentemente riformato il proprio sistema legale, ha un sistema bancario stabile e utilizza l'euro come moneta pubblica);
- posizione geografica strategica (il Kosovo è posizionato al centro dell'Europa in una posizione strategica ad un'ora di volo da Milano e Berlino e meno di tre ore da Londra).

Nel 2020 è stato definito un primo nucleo di risorse operative e di gestione, allo scopo di creare l'embrione del primo polo "Digital Production HUB" sui Balcani, in grado di supportare le aziende nella razionalizzazione e ottimizzazione dei flussi e processi produttivi legati a prodotti e servizi digitali.

TFG punta in particolare ad essere il punto di riferimento di aziende che intendono esternalizzare i servizi digitali.

L'iniziativa imprenditoriale mira infatti a definire un'offerta che operi su perimetri più ampi rispetto alla sola produzione local di Voodoo, creando le basi per una crescita autonoma basata su produzioni e servizi digitali massivi in white label, smart-outsourcing, customer service omnichannel, supporto alla forza vendita per il mercato italiano e internazionale.

I servizi di produzione massiva riguardano in particolare: Produzioni di Siti Web e App, Materiali Promozionali e Pubblicitari, Contenuti Editoriali e Pianificazioni Social, Campagne di Marketing; i servizi di Smart Sourcing Services sono rivolti alla realizzazione di soluzioni in outsourcing, per ottimizzare i processi aziendali, ridurre i rischi connessi alla produzione e snellire i costi; i servizi di Sales Evolution Support offrono servizi integrati di lead generation, presa appuntamento e marketing automation per supportare la rete commerciale delle aziende; ed infine vi sono i servizi di Omnichannel Customer Care.

Ministero dell'Economia e delle Finanze
MARCA DA BOLLO
€16,00
SEDICI/00
Agenzia Entrate
01006654 000024AE W07KK001
00178516 30/04/2021 12:47:56
4578-00088 B72E81BAF68BD9DD
IDENTIFICATIVO 01192216145498
0 1 19 221614 549 8

Si tratta di una società giovane e per supportare l'avvio della nuova iniziativa sociale, il CdA di Voodoo ha deliberato, nella seduta del 3 settembre 2020, di concedere nella fase di start up (e quindi per un periodo di 12 mesi) un finanziamento fruttifero di interessi da erogarsi in più soluzioni, in base alle esigenze di cassa e agli impegni finanziari della società controllata.

VI I METODI DI VALUTAZIONE

1. Il processo di stima del valore di un'azienda: profili metodologici.

La valutazione di un'azienda consiste nella attribuzione di un valore al capitale economico dell'azienda stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che rappresenta il valore dell'azienda e che prescinde da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

La dottrina economico - aziendale e la prassi professionale hanno elaborato, nel corso del tempo, molteplici metodologie, da utilizzare con riferimento alle caratteristiche specifiche dell'ente sottoposto a stima ed in relazione alla finalità della stima stessa.

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione di:

- scopo della valutazione
- realtà specifica del bene che ne è oggetto
- disponibilità e reperibilità dei dati necessari all'analisi.

Nella presente relazione di stima, lo scrivente, ha ritenuto di utilizzare due metodi di valutazione, al fine di addivenire ad una valutazione più corretta possibile.

Al fine di una migliore comprensione, si espongono, quali considerazioni generali per la scelta del metodo di valutazione che verrà successivamente espresso, i principali e più usati metodi elaborati dalla dottrina estimativa per le valutazioni delle aziende, esaminando le caratteristiche di ognuno.

2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale

Ai fini valutativi possono essere utilizzate uno o più metodiche di valutazione. Ciascuna metodica include molti diversi criteri di valutazione, accomunati da una stessa logica valutativa sottostante.

Le principali sono:

I. la **metodica di mercato** (***market approach***), è un approccio basato sulla comparazione del complesso aziendale da valutare con attività similari per le quali siano disponibili adeguate indicazioni.

Essa fornisce indicazioni di valore significative in presenza delle seguenti condizioni:

- le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentano un grado accettabile di comparabilità;
- i prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
- il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprime indicazioni coerenti con la configurazione di valore adottata ai fini dell'analisi valutativa.

La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato.
Nell'ambito di tale metodica rientrano i criteri comparativi di mercato.

II. la **metodica dei flussi di risultati attesi** ***(income approach)***, in base alla quale il valore è funzione della capacità del complesso aziendale di generare flussi di risultato nel futuro.
É l'approccio tipico dei criteri finanziari e reddituali. Esistono molte varianti nell'applicazione di entrambi i criteri, finanziari e reddituali, nelle prospettive *asset side* o *equity side*, in quanto svariate possono essere le formule valutative adottabili e quindi i metodi riconducibili alla metodica. Le differenti versioni delle formule dipendono prima di tutto dai dati disponibili.
La metodica dei risultati attesi è aderente alla prospettiva tipica della "Teoria della Finanza" in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

III. la **metodica del costo** (***cost approach***), per la quale il valore è funzione dei costi da sostenere per riprodurre un'attività simile a quella da valutare. Essa fornisce indicazioni sull'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o di ricostruzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o di rimpiazzo (*replacement cost*).
Il costo di riproduzione e quello di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado (*obsolescenza*) che interessano l'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione.
Possiamo annoverare in questa metodica i criteri patrimoniali.
Dalla combinazione tra la metodica del costo e dei risultati attesi derivano il criterio misto o patrimoniale reddituale.

I criteri di valutazione aziendale

I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:
i metodi patrimoniali,
i metodi reddituali,
i metodi che individuano la creazione di valore,
i metodi finanziari,
i metodi comparativi di mercato.
Al di là della loro articolazione, tutti sono riconducibili alle tre metodiche generali: del mercato, dei risultati attesi o del costo.
Si propone di seguito un'analisi dei principali metodi di valutazione delle aziende: vale a dire il criterio patrimoniale, quello finanziario, quello reddituale, quello misto patrimoniale-reddituale e quello dei multipli di mercato (metodo empirico).

2.1 Il metodo patrimoniale

Si distingue tra *metodo patrimoniale semplice* e *metodo patrimoniale complesso*.

Il metodo patrimoniale *semplice* si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale e si propone di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

La logica di questo metodo è quella di addivenire alla stima del patrimonio netto rettificato, ovvero il patrimonio netto riespresso a valori correnti, determinato sommando algebricamente al patrimonio netto contabile le rettifiche (positive o negative) generate dalle valutazioni delle varie poste a valori di mercato, in sostituzione di quelle al costo presenti in bilancio.

Il valore di un'azienda viene quindi stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori storici degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori correnti, di mercato.

Il Metodo Patrimoniale semplice è espresso dalla seguente formula:

$$W = K$$

dove

W= valore dell'azienda

K= capitale netto rettificato

Il metodo patrimoniale *complesso* comprende la valorizzazione di beni immateriali anche se non inscritti in bilancio. Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio.

Nel metodo patrimoniale complesso la formula di riferimento è:

$$W = K + VBI = K'$$

dove

W= valore dell'azienda

K= capitale netto rettificato calcolato con il metodo patrimoniale semplice

VBI = valore dei beni immateriali

K' = capitale netto integrato

In generale, il metodo patrimoniale è consigliabile qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale siano caratterizzati da un proprio rilevante ed autonomo valore. È infatti un metodo adatto per aziende con forte patrimonializzazione, cioè in cui assume rilevanza il valore degli assets presenti nel patrimonio.

Non sempre è applicabile, dal momento che il valore di un'azienda in molte circostanze può essere influenzato più dalla sua redditività futura che dal livello del suo patrimonio.

2.2. Il metodo reddituale

I metodi reddituali tendono a determinare il valore dell'azienda in funzione del flusso di redditi futuri attesi durante l'arco temporale definito nell'analisi. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato come

funzione del reddito atteso (R).

Si distinguono due differenti approcci.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito sia indefinito, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i) ed è determinato in base alla seguente formula:

$$W = R / i$$

dove

W = valore dell'azienda

R = Reddito medio atteso, prospettico

i = tasso di attualizzazione

Nel caso in cui si consideri invece un arco temporale definito, anche in considerazione delle difficoltà di effettuare stime attendibili dei risultati reddituali futuri oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale per attualizzazione in un numero limitato (n) di anni è dato da:

$$W = R\, an\neg i$$

dove:

W =Valore dell'azienda

R = Reddito medio prospettico, ovvero il reddito che si presume di conseguire nei futuri esercizi

n = orizzonte temporale considerato, ovvero numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda (normalmente si fa riferimento ad un arco temporale da 3 a 5 anni)

i = tasso di attualizzazione

an = fattore di attualizzazione

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- quantificare il reddito medio prospettico (o reddito medio normale atteso).
- individuare un orizzonte temporale congruo.
- scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia i rischi affrontati dall'azienda.

Il reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è un reddito prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; è medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, ed è normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione. Il reddito medio normale è calcolato, quindi, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione.

L'approccio generalmente seguito per la stima del tasso di capitalizzazione è quello del cosiddetto costo-opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio. Il tasso di attualizzazione (i) incorpora il rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio e l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di

inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale. La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito, sotto il profilo metodologico, si distinguono tra loro essenzialmente in ragione dell'utilizzo di un approccio ***levered* (*Equity side*)** oppure ***unlevered* (*Asset side*)** e della formula di capitalizzazione presa a riferimento.

Nell'ottica *asset side (unlevered)* si calcola il valore attuale dei risultati economici al lordo degli oneri finanziari, ottenendo così il cosiddetto *Enterprise Value*. Nell'impostazione asset side, denominata anche *debt free approach*, la struttura finanziaria viene quindi ritenuta una condizione che non incide sull'entità del valore dell'azienda, e pertanto deve essere «neutralizzata».

Tale valore è perciò individuato sulla base di flussi di reddito "normali" attesi prodotti dalla gestione operativa, al lordo del risultato della gestione finanziaria (*NOPAT – Next Operating Profit After Taxes*). Il tasso di attualizzazione dei flussi è il WACC (*weighted average cost of capital - Costo medio ponderato del capitale*). Per giungere dal valore *asset side* così ottenuto *(Enterprise Value)* al valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value)*, l'Enterprise Value deve essere depurato della posizione finanziaria netta ($W = r / i - pfn$, dove pfn indica la posizione finanziaria netta e i è il WACC).

Nell'approccio *equity side (levered)*, si considera invece la posizione finanziaria come una delle condizioni che influenzano il valore di un'azienda. Si calcolano i flussi reddituali netti che l'impresa è in grado di generare e si attualizzano utilizzando come tasso di attualizzazione il *Ke* (*cost of equity*: risk free rate + premium risk). Il metodo reddituale può quindi essere declinato sia nella determinazione del valore del capitale economico (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'impresa (prospettiva *asset side*). Nel primo caso, si determina il valore del capitale economico dell'azienda *(Equity Value)* attualizzando i redditi di esclusiva pertinenza degli azionisti. Nel secondo caso, si determina l'*Enterprise Value*, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei redditi netti prospettici.

Nel caso in cui il metodo reddituale sia applicato nella prospettiva *equity side*, i flussi reddituali sono rappresentati dagli utili netti conseguiti dall'azienda. L'utile netto, in quanto disponibile per i soli azionisti sarà attualizzato ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui, invece, il metodo reddituale sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi reddituali da attualizzare sono rappresentati dai redditi operativi defiscalizzati. In tale specifica fattispecie, il flusso reddituale così determinato è di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tale reddito deve essere attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

In questi ultimi anni si è notata una generale tendenza, nei processi di valutazione delle aziende, ad affidare un peso maggiore alla componente reddituale, in ossequio al principio che il valore di un'azienda trova il proprio fondamento essenzialmente nella capacità dell'azienda stessa di produrre ricchezza. Il metodo reddituale dunque, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni, parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.
L'adozione del modello reddituale è particolarmente adeguata nelle situazioni aziendali stabilizzate.

2.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempera entrambi gli aspetti indicati. Questa soluzione, dunque, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta sia della sua struttura patrimoniale, sia della capacità di generare flussi reddituali, così da considerare l'elemento di obiettività e verificabilità proprio del metodo patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono una componente essenziale del valore del capitale economico
Nella prassi il metodo misto più diffuso è quello dell'attualizzazione limitata del sovrareddito, noto come metodo U.E.C. che identifica, attraverso una stima autonoma, il goodwill (o il badwill) aziendale. Il fondamento di questa metodologia è basato sulla capacità da parte dell'azienda di produrre un sovrareddito rispetto al rendimento medio del comparto di riferimento.
Tanto più l'impresa remunera meglio dei propri concorrenti il capitale investito nell'attività, tanto maggiore sarà il valore dell'avviamento aziendale e quindi dell'azienda stessa.
La valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale reddituale si basa sulla seguente formula:

$$W = K + (R - i * K) * a_{n-i'}$$

K = valore patrimoniale o capitale netto rettificato;
R = reddito normalizzato atteso per il futuro;
n = numero definito e limitato di anni;
i = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;
i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito, cioè della differenza (R – iK), spesso assimilato al tasso di rendimento degli investimenti giudicati a rischio nullo (in Italia i titoli di Stato a medio – lungo termine).

2.4. Metodo finanziario

Secondo il metodo finanziario, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari (di cassa) che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso che riflette il rischio dell'investimento.

La previsione dei flussi finanziari futuri è dunque il fulcro della valutazione dell'azienda. Il metodo si giustifica, concettualmente, come tentativo di valutare l'azienda non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi di cassa futuri, ponendo particolare accentuazione sulle dinamiche finanziarie previste nel tempo.

Esistono due grandi categorie di metodi finanziari: metodi unlevered e metodi levered.

I metodi *levered* si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, scontati ad un tasso (costo dell'*equity* - Ke) che ne riflette il grado di rischio. I flussi di cassa sono calcolati al netto degli interessi passivi al servizio del debito.

I metodi *unlevered* si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda (azionisti e fornitori di capitale di debito). I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli oneri di tipo finanzario e scontati al WACC.

Quindi le due opzioni possibili sono:

- *flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi levered) attualizzati utilizzando il Ke (modello CAPM)*
- *flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi unlevered) attualizzati utilizzando il WACC*

Il valore stimato sulla base dei flussi finanziari *levered* è un valore per gli azionisti (*Equity value*), cioè il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci (*prospettiva equity side*). A sua volta, la stima basata sui flussi *unlevered*, determina il valore dell'impresa (*Enterprise Value*) inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa ed è quindi riferito al valore di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, ossia azionisti e creditori (*prospettiva asset side*).

Pertanto, nell'approccio *equity side*, si determina il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci; nell'approccio *asset side*, si determina l'*Enterprise Value* inteso come valore dell'impresa. Si può giungere in via indiretta all'Equity Value sottraendo dall'Enterprise Value la posizione finanziaria netta (PFN) (W = EV – PFN).

I flussi di cassa, nei due approcci, sono determinati come segue:

	=	**Reddito Operativo (EBIT)**
	-	Imposte teoriche pagate sull'EBIT
	=	Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)
UNLEVERED	+	Ammortamenti
	+	Accantonamenti
	=	Flusso di Cassa della Gestione Corrente
	+/-	Variazioni di Capitale Circolante Netto
	+/-	Variazioni di Capitale Fisso (investimenti/disinvestimenti)
	=	**Flusso di Cassa Operativo (Free Cash Flow from Operations)**
LEVERED	+/-	Oneri/Proventi finanziari
	+/-	Accensione/Rimborso di Finanziamenti
	=	**Flusso di Cassa per gli Azionisti (Free Cash Flow to Equity)**

Essi vengono calcolati utilizzando le informazioni presenti nel piano strategico aziendale. Di solito il piano prevede dettagliatamente i risultati per i futuri 3-5 anni. Il NOPAT è il flusso grezzo dal quale si parte per il

calcolo dei flussi di cassa di entrambi i metodi. È calcolato sottraendo all'EBIT un'aliquota fiscale pari a quella teoricamente applicata alla data della valutazione (in Italia circa il 28%). Si utilizza un'aliquota fiscale teorica per permettere una maggiore comparabilità tra i flussi e tra diverse aziende.

Nel caso dei *Free Cash Flow to Equity*, i flussi di cassa disponibili sono influenzati sia dalle politiche di investimento che da quelle di indebitamento e quindi dai movimenti finanziari inerenti le accensioni, rimborsi e remunerazione dei finanziamenti. Tali flussi, in quanto disponibili per i soli azionisti ed esprimendo il valore del capitale economico dell'azienda, andranno attualizzati ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso degli *Unlevered Free Cash Flow*, invece, i flussi di cassa così determinati sono di competenza non solo degli azionisti ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tali flussi devono essere attualizzati ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Pertanto, con riguardo al tasso impiegato per attualizzare i flussi di cassa, lo stesso sarà quindi rappresentato:

➔ nella prospettiva *equity side*,

dal costo del capitale proprio dell'azienda, ovvero il rendimento riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio per l'investimento in capitale di rischio. Il tasso è stimato facendo riferimento al modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) in base al quale in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al rischio sistematico (ovvero il rischio non eliminabile per diversificazione) implicito nel titolo oggetto di valutazione. Tale modello prevede che il costo del capitale si compone di (i) una componente espressiva del rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*) e (ii) di una componente legata al rischio sistematico implicito nel titolo oggetto di riferimento. Il risultato così ottenuto, poi, sarà aggiustato per tener conto della eventuale presenza di un fattore di rischio pecifico dell'azienda oggetto di valutazione in aggiunta a quello sistematico. In base a tale modello, il costo del capitale può essere espresso dalla seguente relazione:

$$Ke = r_{free} + \beta\,(ERP)$$

dove:

r_{free} tasso risk free, rendimento di investimenti o titoli privi di rischio;

ERP premio per il rischio di mercato (ovvero *Equity Risk Premium*);

β coefficiente che misura il rischio sistematico della azienda, quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.

➔ nella prospettiva *asset side*,

dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio:

$$WACC = Ke \times E/(D+E) + Kd \times (1 - t) \times D/(D+E)$$

dove:

Ke= Costo dell'equity

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€16,00
SEDICI/00
Agenzia Entrate
01006654 000024AE W0ZKK001
00178518 30/04/2021 12:48:12
4578-00088 E81159DA98DCC3E2
IDENTIFICATIVO 01192216145476
0 1 19 221614 547 6

Kd= Costo del Debito

E=Equity

D=Debito (posizione finanziaria netta)

Il principale tra i metodi finanziari è il ***Discounted Cash Flows (DCF)***, che può essere declinato sia nella variante levered che in quella unlevered. Il più utilizzato tra questi è l'approccio unlevered, ossia il *Discounted Cash Flow* nella versione *asset side*, la cui formula è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{UFCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

Dove:

- **W** = Equity Value
- **t** = periodo in cui si sviluppa il flusso da attualizzare
- **UFCF** = Undelevered Free Cash Flow
- **WACC** = Weighted Average Cost of Capital (Costo medio ponderato del capitale)
- **PFN** = Posizione Finanziaria Netta (debito netto)
- **TV** = Terminal Value (valore terminale), espresso dalla formula

dove:

$$TV = \frac{UFCFN}{(WACC - g\infty)}$$

UFCFN rappresenta l'*Unlevered Free Cash Flow Normalised* generato dall'azienda oltre il periodo oggetto di valutazione analitica e crescente nel tempo secondo il tasso di crescita espresso da $g\infty$;

$g\infty$ rappresenta il saggio di crescita degli UFCF nel lungo periodo;

n corrisponde all'orizzonte temporale del piano economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda oggetto di valutazione e rappresenta quindi il periodo oggetto di valutazione analitica.

Pertanto, l'*Enterprise Value* è espressione dell'attualizzazione dei flussi generati nel lungo periodo dall'azienda. Da esso, sommando algebricamente la PFN, si determina l'*Equity Value*.

2.5. *Il metodo dei multipli*

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili.

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali, i metodi fondati sui multipli hanno assunto, nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima.

Tale metodo fonda la sua essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di "performance" aziendale quali il fatturato, Ebitda, Ebit, patrimonio netto, ecc.

Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritenga essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

L'assunto sui cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio: fatturato, EBITDA, EBIT, Patrimonio Netto, etc.) ed il valore economico di un'azienda. Tale relazione stabilisce che il valore economico di un'azienda è il prodotto della grandezza economica presa a riferimento per un coefficiente di moltiplicazione.

L'utilizzo dei multipli si basa su un processo logico sintetizzabile come segue:

- scelta delle grandezze economiche di riferimento e quindi dei multipli da utilizzare;
- individuazione del campione di società similari e comparabili;
- scelta dei multipli delle società rientranti nel campione;
- determinazione del valore della società oggetto di analisi attraverso l'applicazione alle grandezze economiche di questa dei multipli delle società comparabili.

I moltiplicatori sono generalmente calcolati in riferimento all'EBITDA o all'EBIT della società. Talvolta sono determinati anche i multipli delle società comparabili con riferimento al fatturato di ciascuna di esse.

VII. VALUTAZIONE VOODOO

1. Premessa

Una componente fondamentale della società Voodoo è rappresentata dal valore della società partecipata TFG. Nel processo di stima del valore della società Voodoo si è proceduto a determinare l'*Equity Value* della società e ad esso si è aggiunto il valore della partecipazione dell'85% della società controllata TFG.

2. Scelta dei metodi di valutazione

Il metodo di valutazione che meglio consente di rappresentare il valore economico dell'azienda deve essere scelto sulla base di una serie articolata di considerazioni quali: le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione (nonché del settore e del mercato in cui opera), le finalità della valutazione, la quantità e la qualità (anche in termini di attendibilità) delle informazioni disponibili.

In generale, si può osservare che nella prassi professionale italiana c'è ancora un diffuso utilizzo dei metodi patrimoniali - soprattutto in presenza di immobilizzazioni con valori correnti rilevanti - anche se il metodo probabilmente più comunemente utilizzato è il metodo misto. Il metodo reddituale puro ed il metodo finanziario hanno peraltro una diffusione sempre crescente.

Nella prassi internazionale, soprattutto in quella anglosassone, e in quella specifica del merchant banking e del private equity c'è una radicata propensione per l'utilizzo dei metodi di attualizzazione dei flussi nonché, grazie anche alla presenza di mercati mobiliari sviluppati, dinamici ed efficienti, a dare maggiore importanza ai metodi che si basano sull'utilizzo di indicatori e grandezze di Borsa, quale il metodo dei multipli.

In ogni caso, nella scelta dei metodi di valutazione - come nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione dei parametri e delle grandezze (dati, tassi, orizzonte temporale, fattori di rischio e quant'altro) – è opportuno avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una prudenza valutativa.

La scelta di non ricorrere ad un metodo patrimoniale, risiede nel fatto che sarebbe risultato estremamente aleatorio e non agevole determinare il valore economico degli *intangibles* e conseguentemente ciò avrebbe esposto il processo valutativo a maggiori rischi di sovra/sottostima. La componente patrimoniale nell'azienda oggetto di valutazione non è infatti caratterizzata da assets patrimoniali con rilevante ed autonomo valore e sono invece presenti *intangible assets* (quali il marchio, i costi di ricerca & sviluppo, il know-how tecnologico e manageriale, ecc). Il metodo reddituale è soprattutto adatto ad essere utilizzato quando si cerca di stimare il valore di aziende che hanno raggiunto un certo livello di maturità e stabilità e quindi nelle situazioni aziendali stabilizzate.

Inoltre, è bene ricordare come all'insieme dei criteri e metodi utilizzati nel processo valutativo si richiede in genere di rispondere il più possibile alle seguenti caratteristiche:

- razionalità nel senso che la valutazione deve esprimere un processo logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile;
- dimostrabilità nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- neutralità nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarie e immotivate;
- in qualche caso, stabilità, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti marginali e contingenti.

Essendo però estremamente difficile ottenere la compresenza di tali requisiti in un unico criterio di valutazione, spesso si ricorre ad una pluralità di metodi comparando o sintetizzando i risultati a cui ciascuno di essi conduce. Ciò consente di soppesare punti di vista diversi ai fini della stima e di ottenere un reciproco controllo dei risultati espressi.

Alla luce delle considerazioni che precedono, della qualità e della quantità delle informazioni disponibili, delle caratteristiche del complesso aziendale di riferimento, nonché, più in generale, delle finalità della stima, si è deciso di adottare i due seguenti metodi di valutazione:

- il modello di valutazione di tipo finanziario, ed in particolare quello dei flussi di cassa attualizzati (DCF - Discounted Cash Flow). In tale scelta ha senz'altro inciso la considerazione che il metodo DCF (Discounted

cash flow) è uno dei principali, se non il più importante, tra i diversi metodi utilizzabili nell'ambito delle valutazioni aziendali ed ha sempre maggiore diffusione e apprezzamento. Tale rilevanza è stata acquisita in quanto le funzioni del valore basate sui flussi monetari attesi sono ritenute dalla maggioranza della prassi e della dottrina[1] le uniche sempre accettabili, indipendentemente dal fine valutativo (anche se naturalmente la metodologia scelta deve essere necessariamente contestualizzata e, pertanto, non sempre la DCF può apparire opportuna).

Il metodo DCF, nella prospettiva *asset side*, si basa sul concetto che il valore economico intrinseco di un complesso aziendale discende dal volume di flussi di cassa che l'azienda appare in grado di generare nel tempo, dalla qualità di tali flussi di cassa e dalla loro distribuzione lungo l'arco temporale considerato: corrisponde quindi alle logiche dell'investitore che si aspetta un ritorno finanziario da un investimento effettuato. L'obiettivo è perciò quello di esprimere il valore del ramo di azienda in relazione ai flussi monetari generati dalle scelte gestionali. Proprio attraverso la metodologia prescelta, si è ritenuto di rispondere alla duplice esigenza di rispecchiare le peculiarità del ramo di azienda oggetto di valutazione e di ottenere un valore che possa al meglio riflettere la capacità di generare risorse finanziarie adeguate a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

-il metodo dei multipli, con il quale il valore di un'azienda è determinato "dal mercato" sulla base di valutazioni assegnate ad aziende confrontabili ed omogenee. Individuate in maniera coerente le società comparabili, tale metodo consente di assumere direttamente dal mercato, attraverso i multipli stessi, le attese di crescita dei risultati economici e l'apprezzamento del rischio e si caratterizza quindi per la rappresentatività, in quanto i prezzi di mercato sono il risultato delle negoziazioni di un grande numero di compratori e venditori.

Le metodologie prescelte, pur rappresentando criteri riconosciuti e utilizzati dalla prassi internazionale, non devono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico.

VIII. L'APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO (esclusa la partecipata TFG)

1. I momenti logici del processo valutativo

Il metodo finanziario utilizzato è stato implementato attraverso i seguenti passaggi metodologici:

- la stima degli Unlevered Free Cash Flow (UFCF);

la valutazione delle attività operative (Enterprise Value), condotta mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti in base al costo medio ponderato del capitale;

- la valutazione della Posizione Finanziaria Netta;
- la determinazione dell'Equity Value, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della Posizione Finanziaria Netta.

Sia i flussi sia i tassi, sono stati usati al valore nominale, atteso che l'inflazione stimata nell'arco temporale preso in considerazione è contenuta entro limiti ragionevoli.

[1] AIRA 2014, Damodaran 2002 e 2009, Guatri e Bini 2005

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€16,00
Agenzia Entrate
01006654 00002 4AE W07KK001
00178519 30/04/2021 12:48:20
4C28-00088 8DCF79DD8367 3FDD
IDENTIFICATIVO 01392216145465

2. La stima degli UFCF

I flussi finanziari utilizzati per la valutazione delle attività operative sono stati assunti sulla base delle ipotesi di crescita indicate dal *management* aziendale e descritte all'interno del Piano 2021 - 2024 elaborato dal *management* stesso e costruito a partire dai dati consuntivo *pro-forma* 2020.

I flussi considerati sono *unlevered* (UFCF = *Unlevered Free Cash Flows*), ottenuti come somma algebrica tra EBIT, imposte a cui è soggetta l'impresa, ammortamenti, accantonamenti, variazioni del capitale circolante netto e di quello fisso.

Per flussi di cassa si intendono i flussi monetari generati o assorbiti dalla gestione operativa dell'impresa. Scopo dell'analisi è infatti evidenziare il "valore dell'attività operativa", cioè il valore intrinseco dell'impresa indipendentemente dalla struttura finanziaria, da elementi straordinari o comunque extra-gestione operativa.

Risulta perciò evidente il motivo per il quale i flussi di cassa sono stati considerati al lordo della gestione finanziaria (*unlevered*). Le operazioni di accensione e rimborso dei debiti finanziari nonché il pagamento degli interessi passivi non appartengono alla gestione operativa bensì alla gestione finanziaria dell'impresa e per tale motivo non sono stati inclusi nel calcolo dei flussi di cassa. Allo stesso modo non sono stati considerati altri elementi di carattere non operativo.

La valutazione dei flussi di cassa della società Voodoo è stata compiuta su un orizzonte temporale di 4 anni, dal 1° gennaio 2021 al 31 dicembre 2024, sulla base dei prospetti previsionali economico-finanziari predisposti dalla società. In particolare, l'analisi dei cash flow attesi è stata condotta sulla base dei dati forniti dalla società che tengono conto delle attuali condizioni operative della società e delle linee di evoluzione strategiche della stessa prospettate dal management sulla base delle informazioni del mercato ed alla luce dei piani di sviluppo futuro delle attività della società.

Di seguito si riporta **il Piano della società VOODOO**:

Si rende necessario ora procedere alla determinazione del tasso di sconto con il quale attualizzare gli UFCF che VOODOO sarà in grado di conseguire in futuro.

3. La stima dei tassi da applicare nella valutazione

Nell'ambito del metodo DCF nella versione *unlevered (asset side)*, il tasso di attualizzazione da determinare è il WACC *(Weighted Cost of Capital)* cioè il costo medio ponderato del capitale.

Il *WACC* rappresenta la media ponderata del costo delle fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia capitale di rischio e capitale di debito. Per costo si intende la remunerazione che i soggetti che apportano le risorse

si attendono in quanto finanziatori dell'azienda ovvero il tasso di rendimento minimo che un fornitore di risorse richiede come compensazione per il proprio contributo di capitale nell'azienda.

$$WACC = Ke \times E/(D+E) + Kd \times (1 - t) \times D/(D+E)$$

dove

Ke = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto

D = indebitamento finanziario netto

Kd = costo dell'indebitamento

Kd x (1-t) = costo dell'indebitamento al netto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari

t = aliquota fiscale

Per ottenere il WACC, è necessario stimare il costo del capitale proprio (*Ke*), solitamente quantificato utilizzando il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tale metodologia determina il costo del capitale quale somma del rendimento di titoli a rischio nullo e di un premio per il rischio, ossia la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio. Il premio di rischio a sua volta dipende dalla "rischiosità sistematica" dell'azienda oggetto di valutazione (misurata con un coefficiente detto beta).

$$Ke = rf + \beta\ ERP$$

Ke = costo del capitale proprio;

rf = tasso per attività prive di rischio (*tasso risk free*);

β = coefficiente indicatore del rischio sistematico;

ERP = (rm – rf) = premio per il rischio di mercato;

In base alla relazione, per stimare il costo del capitale proprio (*Ke*) con il CAPM è necessario stimare il tasso di un'attività priva di rischio (rf), il beta (β) e il premio di rischio (ERP).

Il tasso risk free

Un'attività priva di rischio è un'attività caratterizzata da un rendimento certo con variabilità nulla (assenza di volatilità nei rendimenti). Non essendo di fatto possibile trovare un'attività che sia realmente scevra da qualsiasi tipo di rischio, gli analisti finanziari utilizzano come *proxy* del risk-free rate il rendimento dei titoli di Stato membri della Comunità Europea. Nel caso di specie il tasso *risk free* (rf), secondo prassi, è stato quindi assunto pari alla media triennale del saggio di rendimento offerto dai BTP decennali, collocati con asta del mese di marzo. Tale tasso è pari a 1,60%[2].

Il premio per il rischio

Il premio per il rischio (ERP) rappresenta il rendimento addizionale, rispetto al rendimento di un'attività priva di rischio, richiesto dagli investitori come compenso per il rischio derivante dall'investimento.

L'ERP si può ottenere come differenza tra il rendimento atteso di un portafoglio di mercato diversificato e il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio (*risk-free rate*). Si tratta di un dato non direttamente

[2] Fonte: Dipartimento del Tesoro (www. dt.tesoro.it).

osservabile e che nella prassi è determinato prendendo in considerazione studi statistici effettuati da diversi autori a livello internazionale, i quali ricorrono di solito a un'analisi dei rendimenti storici al fine di stimare il valore dell'ERP prospettico.

Sulla base di tali studi relativi al mercato italiano, il premio per il rischio di mercato (ERP) è stato assunto in misura pari al 6,85.[3]

Il coefficiente beta (β)

E' il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato. Nella tecnica finanziaria è definito anche come coefficiente di rischio sistematico e indica come varia il rendimento di un titolo al variare del rendimento di tutto il mercato. Questo indice può essere rinvenuto da varie fonti (Reuters, Merrill Lynch Beta Book, Value Line, Damoradan...)

Esistono due differenti modelli di beta:

βu *Beta unlevered:* utilizza nella formula direttamente il valore del beta senza effettuare alcuna rettifica;

βl *Beta levered:* il valore di cui sopra viene rettificato per tenere conto della struttura finanziaria dell'impresa oggetto di valutazione (rapporto di indebitamento D/E) attraverso la seguente formula βl = βu x [1 + (1 – t) x D/E].

Nel caso specifico, si è fatto riferimento al beta medio del settore in cui opera l'azienda[4] . Si è ritenuto quindi di assumere un β unlevered pari a 1,14.

Il valore di cui sopra è stato poi rettificato per tenere conto della struttura finanziaria delle aziende del settore attraverso la formula sopra indicata:

$$\beta l = \beta u \times [1+(1-t)\times(D/E)]$$

Il coefficiente β così ottenuto è tuttavia un *raw beta*, una misura di beta storico. E' necessario invece considerare, al fine dell'analisi svolta, un beta prospettico. In questi casi si è soliti fare ricorso ad un *adjusted beta (o beta corretto)*, applicando la tecnica di Blume, secondo la quale si attribuisce un peso di 2/3 al beta storico e di 1/3 al beta del portafoglio di mercato

Adjusted beta = raw beta x 0,67+1 x 0,33

Dunque il β preso in considerazione nel calcolo del tasso di attualizzazione è un beta *relevered adjusted* pari a 1,15.

Ulteriori due elementi da prendere in considerazione per il calcolo del WACC sono il patrimonio netto e l'indebitamento. Il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi è riferito alla struttura finanziaria target che si ritiene prevarrà.

Infine, per la determinazione del costo del debito oneroso (Kd), al lordo delle imposte, si è fatto riferimento al tasso medio sui debiti onerosi praticato per operazioni recenti da parte degli intermediari creditizi (Kd = 3%).

Nel calcolo del Ke è stato considerato un *size premium*, che rappresenta il rischio legato alle ridotte dimensioni delle società, non espresso nei parametri dei *comparables*, né nelle altre variabili fin ora impiegate. Tale

[3] Fonte Prof. Aswath Damodaran.

[4] Cfr tra gli altri Prof. Aswath Damodaran "Betas by Sector" - gennaio 2021

incremento è giustificato dal fatto che le società oggetto di valutazione sono caratterizzata da ridotte dimensioni rispetto ai comparables individuati, nonché dal fatto di essere PMI operante sul mercato da pochi anni.
Conclusivamente il costo medio ponderato del capitale (WACC) è stato determinato in misura pari al 12%; tale valore è stato utilizzato per l'attualizzazione degli UFCF (flussi di cassa operativi).
Nella tabella che segue si riepilogano i parametri utilizzati per la determinazione del costo medio ponderato del capitale.

Tabella – Determinazione del WACC

WACC	
Tasso risk free (rf)	1,60
ERP - Market Risk premium	6,85
small size premium	4,50
Beta (β) relevered adjusted	1.15
Ke - Costo del capitale proprio	14,43
Kd - Costo del debito	3
t - aliquota fiscale	24
D/(D+E)	20
E/(D+E)	80
WACC	12,00

4. La stima dell'Enterprise Value

Come anticipato in precedenza, al fine di stimare il valore delle attività aziendali, sono stati determinati gli UFCF attesi lungo l'orizzonte temporale 2021 – 2024, come di seguito riportato.

Con l'applicazione del metodo DCF, l'*Enterprise Value* dell'azienda è costituito dalla somma di due componenti:

- la somma degli UFCF, calcolati analiticamente sulla scorta delle proiezioni del management per il periodo 2021 – 2024 e attualizzati al tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale (WACC);
- il valore attuale del *Terminal Value* dell'azienda, ossia l'*Enterprise Value* atteso al termine dell'orizzonte di valutazione analitica, anch'esso attualizzato utilizzando il costo medio ponderato del capitale. Il Terminal Value è costruito assumendo quale flusso generato dall'azienda oltre il periodo oggetto di valutazione analitica, l'UFCF dell'ultimo periodo attualizzato. Ai fini prudenziali, è stato previsto un tasso di crescita "g" da applicare al *terminal value* dell'1%.

	WACC	12%
	Tasso di crescita (g)	1%
Somma valore attuale UFCF 2021-2024		659.637
Valore attuale TV (Terminal Value)		625.194
Enterprise Value		**1.284.831**
PFN		-44.942
Equity Value		**1.239.889**

5. La determinazione dell'Equity Value (Voodoo esclusa TFG)

Sulla base del processo valutativo esposto, considerato il valore di EV stimato pari a euro **1.284.831** per Voodoo e la Posizione Finanziaria Netta comunicata dalla società pari a Euro **44.492** (a debito), è possibile concludere che **l'*Equity Value* della società Voodoo (esclusa la partecipazione in TFG) è almeno pari a Euro 1.240.000.**

IX. APPLICAZIONE DEL METODO DEI MULTIPLI (Voodoo esclusa TFG)

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 è stato applicato secondo le seguenti fasi:

I. Determinazione del campione di riferimento

Le società sono state selezionate, in modo coerente, in base al business della società, seppur non esistano società perfettamente comparabili.

Le società quotate comparabili prese come campione sono:

PRISMI S.p.A. offre un'ampia gamma di servizi di webmarketing. La società offre attività di search engine optimization services; crea e gestisce e.commerce e siti web. Fornisce inoltre soluzioni di social networking e altri servizi di digital comunication, così come contenuti e servizi di mobile marketing.

ALKEMY S.p.A. Alkemy opera nell'ambito della consulenza aziendale, della comunicazione e dell'innovazione tecnologica, con l'obiettivo di supportare il top management di aziende italiane e straniere di medio-grandi dimensioni nei processi di trasformazione digitale dell'impresa, dei relativi modelli di business e di interazione con i consumatori, attraverso l'ideazione, la pianificazione e l'implementazione di soluzioni innovative e progetti funzionali allo sviluppo e al rinnovamento del loro business.

RELATECH S.p.A.: offre soluzioni innovative per la digitalizzazione delle imprese. Grazie alla propria piattaforma digitale RePlatform, sviluppa soluzioni nei quattro ambiti tecnologici a maggior crescita: digital customer experience e marketing automation, artificial intelligence e big data analytics, cybersecurity e blockchain, internet of things e industria 4.0.

WEBSOLUTE S.p.A.: digital company, attiva nei settori della comunicazione digitale e del digital marketing e commerce. Ha una presenza capillare sul territorio italiano attraverso 12 sedi operative e una rete commerciale costituita da 18 sales. Il gruppo Websolute si rivolge a medio-grandi imprese italiane con forte orientamento all'export offrendo una vasta gamma di servizi strettamente integrati: Piattaforme Digitali, Digital Marketing, Brand UX-CX and Customer Journey, Social and Influencer Marketing, Academy Business School e progetti e servizi di Realtà Virtuale e Aumentata.

NEOSPERIENCE S.p.A. è un'azienda specializzata nel settore della Digital Customer Experience e della Customer Analytics. Opera offrendo ai clienti prestazioni di servizi per la realizzazione di progetti ad hoc per l'integrazione delle soluzioni digitali nei differenti contesti aziendali. Realizza piattaforme e-commerce e soluzioni digitali per la vendita dei prodotti della clientela attraverso canali digitali. La società è attiva nel settore della Digital Customer Experience con "Neosperience Cloud": la piattaforma software che grazie all'Intelligenza Artificiale permette alle aziende di offrire ai propri clienti un'esperienza digitale personalizzata ed empatica, per conoscerli, coinvolgerli e fidelizzarli.

II. Scelta dei multipli significativi

I principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda risultano essere:

• 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;

• EV/REVENUES: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

• PRICE/EARNING (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;

• EV/OFCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;

I multipli costruiti utilizzando le 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). Altro indice frequentemente utilizzato è l'EV/REVENUES.

Si è ritenuto opportuno utilizzare i multipli EV/EBITDA e EV/REVENUES.

E' stata considerata la media dei multipli 2019 e 2020[5] riferiti all'intero campione.

Si riepilogano nella tabella seguente i multipli relativi alle società comparabili.

SOCIETA'	MKT	EV/EBITDA		EV/REVENUES	
		2019	2020	2019	2020
PRISMI	AIM	40,07	34,70	2,07	2,40
ALKEMY	AIM	14,00	10,30	0,80	0,90
RELATECH	AIM	17,50	14,20	4,10	3,30
WEBSOLUTE	AIM	7,30	10,90	1,20	1,15
NEOSPERIENCE	AIM	12,32	9,30	2,55	2,40
Media Y		**18,24**	**15,88**	**2,14**	**2,03**
Media 2019/2020		**17,06**		**2,09**	

Il valore medio del multiplo EV/REVENUES è pari a 2,09x, mentre la media del multiplo EV/EBITDA corrente è pari a 17,06x.

[5] Fonti: Report di analisti finanziari (quali Intermonte, KC&Partners, Sim Integrae, Banca Finnat, Valuetrack , Intesa San Paolo) aggiornati ad aprile 2021, documenti societari, Report AIM Italia di novembre 2020 per i dati anni 2019).

I ratios così ottenuti sono applicati alle quantità economiche della società oggetto di valutazione. In particolare, in considerazione dell'anomalia dell'andamento 2020, condizionato dalla crisi legata ad un evento esogeno ed imprevedibile quale l'emergenza sanitaria Covid-19, al fine di normalizzare i dati a base della valutazione, si è ritenuto di prendere come metriche rilevanti di VOODOO i ricavi e l'Ebitda 2019.

			Importi in unità di Euro
		Ricavi 2019	*Ebitda 2019*
VOODOO metric		**636.958**	**41.311**
		EV /Revenues	EV /EBITDA
Multiples	*Media 2019/2020*	**2,09**	**17,06**
Enterprise Value		**1.331.242**	**704.765**
PFN		- 44.942	- 44.942
Equity Value		**1.286.301**	**659.824**
Media			**973.062**

Per la valutazione dell'azienda, sono stati adottati il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* e il metodo dei multipli di borsa, entrambi ritenuti idonei ad interpretare le specificità dell'attività svolta dalla società e il connesso valore.

Il metodo di stima del DCF conduce a un valore del capitale economico di euro 1.240.000.

L'esito valutativo derivante dall'applicazione del metodo dei multipli conduce ad un valore dell'Equity Value pari ad euro 973.000.

Il sottoscritto ha ritenuto opportuno, al fine di ottenere un valore più congruo possibile, di dover utilizzare come valore effettivo la media tra le risultanze dei due metodi prescelti.

Metodo	Equity Value
Metodo del DCF	1.240
Metodo dei multipli di mercato	973
Equity Value Media	**1.106**

Pertanto l'**Equity Value di Voodoo**, senza considerare la partecipazione nella controllata TFG, è stimato almeno pari ad euro **1.100.000**.

A questo punto, al fine di individuare il valore della società VOODOO, è altresì necessario procedere alla valutazione della partecipazione nella società TFG, detenuta da Voodoo per una quota pari all'85%, utilizzando anche in questo caso come metodo principale il metodo finanziario DFC e come metodo di controllo il metodo dei multipli di mercato.

X. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN TFG

1. Business Plan di TFG 2021-2024

Di seguito si riporta il Piano della società TFG.

CONTO ECONOMICO TFC

Valori in unità di Euro	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi	*1.254*	*291.019*	*380.400*	*795.972*	*875.569*
Variazione rimanenze	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
Incrementi Immobilizzazioni Interne	*0*	*7.740*	*16.377*	*0*	*0*
Valore della Produzione	**1.254**	**298.759**	**396.777**	**795.972**	**875.569**
Costi Commerciali e Sviluppo Business		13.006	17.000	23.000	25.300
Margine Commerciale	**1.254**	**285.753**	**379.777**	**772.972**	**850.269**
Costi Operativi	8.000	206.636	270.100	364.100	400.510
Margine Operativo	***-6.746***	***79.117***	***109.677***	***408.872***	***449.759***
Costi di Struttura	0	19.287	25.210	37.080	40.788
Costi G&A	8.263	14.230	18.600	33.350	36.685
Costi management	0	10.327	13.500	237.000	237.000
Costi Sede	0	4.796	6.270	14.530	15.983
Totale costi	**16.263**	**268.282**	**350.680**	**709.060**	**756.266**
EBITDA	**-15.009**	**30.477**	**46.097**	**86.912**	**119.303**
Ammortamenti	1.717	17.640	27.395	28.476	32.475
EBIT	**-16.726**	**12.837**	**18.702**	**58.436**	**86.828**
Gestione Finanziaria	0	-3.200	-4.800	-4.800	-4.800
Gestione Straordinaria e Non Carratteristica					
Risultato Ante Imposte	**-16.726**	**9.637**	**13.902**	**53.636**	**82.028**
Imposte	-4.014	2.813	4.066	15.151	23.073
Utile netto (perdita di esercizio)	**-12.712**	**6.824**	**9.836**	**38.485**	**58.955**

STATO PATRIMONIALE TFC

Valori in unità di Euro	2020	2021	2022	2023	2024
Crediti commerciali	0	61.461	80.338	159.631	175.594
Crediti vs erario	4.014	1.701	516	2.379	15.152
Altri crediti	7.500	0	0	0	0
Debiti vs fornitori	0	-9.779	-12.782	-19.439	-21.383
Debiti tributari	0	-7.240	-12.358	-40.010	-49.710
Debiti vs istituti prev.	0	-7.021	-9.178	-12.486	-13.735
Debiti vs personale	0	-6.049	-7.907	-18.677	-19.753
Ratei e risconti passivi	0	-4.321	-5.648	-7.684	-8.452
Capitale Circolante Netto	**11.514**	**28.752**	**32.981**	**63.714**	**77.713**
Immobilizzazioni materiali	2.219	6.464	9.030	10.515	6.500
Immobilizzazioni immateriali	63.525	62.380	81.196	56.635	48.074
Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni	**65.744**	**68.844**	**90.226**	**67.150**	**54.674**
TFR	0	-9.074	-20.935	-37.070	-54.820
Altri fondi	0	0	0	0	0
TFR e Fondi	**0**	**-9.074**	**-20.935**	**-37.070**	**-54.820**
Capitale Investito Netto	**77.258**	**88.522**	**102.272**	**93.794**	**77.567**
Disponibilità Liquide	-12.371	-20.589	-11.676	-58.639	-133.819
Debiti Finanziari	52.341	65.000	60.000	60.000	60.000
PFN	**39.970**	**44.411**	**48.324**	**1.361**	**-73.819**
Patrimonio Netto	**37.288**	**44.111**	**53.948**	**92.433**	**151.386**
Fonti di finanziamento	**77.258**	**88.522**	**102.272**	**93.794**	**77.567**

RENDICONTO FINANZIARIO TFC

Valori in unità di Euro	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	-16.726	12.837	18.702	58.436	86.828
Imposte	4.014	-2.813	-4.066	-15.151	-23.073
Ammortamenti	1.717	17.640	27.395	28.476	32.475
Accantonamenti	0	9.074	11.861	16.135	17.750
Flusso di cassa operativo	-10.995	36.738	53.892	87.896	113.980
Capitale Circolante Netto	-11.514	-17.238	-4.229	-30.733	-14.000
Capex	-67.461	-20.740	-48.777	-5.400	-20.000
Free Cash Flow	-89.970	-1.240	886	51.763	79.980
Gestione finanziaria	0	-3.200	-4.800	-4.800	-4.800
Gestione straordinaria e non caratteristica	0	0	0	0	0
Aucap (Dividend)	50.000	0	0	0	0
Flusso di cassa netto	-39.970	-4.440	-3.914	46.963	75.180
PFN (Iniziale)	0	-39.970	-44.411	-48.324	-1.361
PFN (finale)	-39.970	-44.411	-48.324	-1.361	73.819
Variazione PFN (cassa)	39.970	4.441	3.914	-46.963	-75.180

2. Metodo Finanziario Discounted Cash Flow (TFG)

Con riferimento a tale metodo, fermi restando i parametri e le ipotesi valutative utilizzate per Voodoo, operante nello stesso mercato e con analoghe caratterizzazioni, è stata tuttavia applicata una maggiorazione del 7% al Market Risk Premium per tenere conto del fatto che si tratta di una società in fase di avvio e quindi del maggior rischio connesso all'implementazione del Piano (cost of equity: 17,01; wacc 14,06).

Di seguito si riporta la tabella relativa alla determinazione dei UFCF della società TFC.

FLUSSI DI CASSA UNLEVERED TFG

Valori in unità di Euro	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	-16.726	12.837	18.702	58.436	86.828
Imposte	4.667	-3.582	-5.218	-16.304	-24.225
NOPAT	-12.059	9.255	13.484	42.132	62.603
Ammortamenti	1.717	17.640	27.395	28.476	32.475
Accantonamenti	0	9.074	11.861	16.135	17.750
Flusso di cassa operativo	-10.342	35.969	52.740	86.743	112.828
Variazioni Capitale Circolante	-11.514	-17.238	-4.229	-30.733	-13.999
Variazioni Capitale Fisso - CAPEX	-67.461	-20.740	-48.777	-5.400	-20.000
Unlevered free cash flow (UFCF)	-89.317	-2.009	-266	50.610	78.829

Si procede quindi all'attualizzazione dei flussi al tasso wacc del 14,06%.

In unità di Euro

FLUSSI DI CASSA UNLEVERED TFG	2021	2022	2023	2024
Unlevered free cash flow	-2.009	-266	50.610	78.829
Valore attuale UFCF	-1.761	-204	34.106	46.575

Ai fini della determinazione del Terminal Value (TV) si è preso a base del calcolo il valore attuale dell'ultimo flusso e si è quindi giunti alla stima dell'Enterprise Value e dell'Equity Value.

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€16,00
SEDICI/00
Agenzia Entrate
01006654 000024AE N8KKOD1
00178527 30/04/2024 12:48:43
4528-00088 03E7C981AF3FDAC4
IDENTIFICATIVO 01192216145433
0 1 19 221614 543 0

	Valori in unità di euro
Somma valore attuale UFCF 2021-2024	78.716
Valore attuale TV (Terminal Value)	210.706
Enterprise Value	**289.422**
PFN	**-39.970**
Equity Value	**249.452**
Equity Value (PARTECIPAZIONE 85% detenuta da Voodoo)	**212.034**

3. Metodo dei Multipli (TFG)

Come secondo metodo di valutazione si è ricorso al **metodo dei multipli di borsa.**

Il metodo è stato applicato secondo le seguenti fasi:

I. Determinazione del campione di riferimento

Le società sono state selezionate, in modo coerente, in base al business della società, seppur non esistano società perfettamente comparabili. Trattandosi di un'iniziativa in fase di start up e avendo una maggiore caratterizzazione tecnologica orientata allo sviluppo e gestione di piattaforme e servizi digitali massivi, al campione precedentemente considerato sono state aggiunte le seguenti società:

DIGITAL 360 S.p.A. società quotata sul Mercato AIM di Borsa Italiana, si pone l'obiettivo di accompagnare imprese e pubbliche amministrazioni nella comprensione e nell'attuazione della trasformazione digitale e favorirne l'incontro con i migliori fornitori tecnologici. DIGITAL360 persegue questo obiettivo attraverso due business units: una, denominata "Demand Generation" supporta le imprese tecnologiche (vendor, software house, system integrator, startup, ecc.) nelle attività di comunicazione, storytelling, gestione eventi e generazione di opportunità di business; l'altra, denominata "Advisory & Coaching" si rivolge a tutte le imprese e a tutte le pubbliche amministrazioni che vogliono intraprendere un qualsiasi percorso di trasformazione digitale..

TRIBOO SpA fornisce servizi di marketing digitale ed e-commerce a livello globale. L'offerta include digital consulting, marketing, e servizi di integrazione e sviluppo; gestione piattaforme e-commerce, content development, audience e monetizzazione, e servizi di formazione

Il 2020 è stato l'anno di avvio dell'attività ed è stato oltretutto condizionato da un evento esogeno quale l'emergenza sanitaria Covid19; pertanto, al fine di normalizzare i dati a base della valutazione, si è ritenuto ragionevole prendere come metriche rilevanti di TFG l'Ebitda 2021.

Si è perciò utilizzato il multiplo EV/EBITDA relativo all'anno 2021[6] delle società comparabili; sono stati assunti multipli previsionali estratti dai reports finanziari.

		EV/EBITDA	
SOCIETA'	MKT	2020	2021
PRISMI	AIM	34,70	8,30
RELATECH	AIM	14,20	11,00
WEBSOLUTE	AIM	10,90	7,20

[6] Fonti: Report di analisti finanziari (quali Intermonte, Kt&Partners, Sim Integrae, Banca Finnat, Valuetrack , Intesa San Paolo) aggiornati ad aprile 2021, documenti societari.

		EV/EBITDA	
SOCIETA'	MKT	2020	2021
NEOSPERIENCE	AIM	9,30	8,10
ALKEMY	AIM	10,30	8,20
DIGITAL 360	AIM	9,30	8,00
TRIBOO	AIM	3,30	2,80
	Media	13,14	7,66

Si è quindi determinato l'*Equity Value* con il metodo dei multipli:

		Importi in unità di Euro
		Ebitda 2021
TFG metric		30.477
		EV /EBITDA
Multiples	*Media 2021*	7,66
Enterprise Value		233.454
PFN		- 39.970
Equity Value		193.484
Equity Value Partecipazione 85%		164.461

Come detto, al fine di poter consentire una valutazione più corretta possibile, lo scrivente ha preferito utilizzare due metodi di calcolo, quello finanziario del *Discounted Cash Flow* e il metodo dei Multipli. Con il primo si è determinato un valore della partecipazione pari ad euro 212.034, mentre con il secondo metodo il valore della partecipazione è stimato in euro 164.461.

La media dei due predetti esiti valutativi conduce ad un valore della partecipazione di euro 188.000, come di seguito indicato:

	Valori in migliaia di Euro
DETERMINAZIONE EQUITY VALUE DELLA PARTECIPAZIONE DELL'85% DI TFG	
Descrizione	**Equity Value**
Metodo del DCF	212
Metodo dei multipli di mercato	164
Equity Value Media	**188**

Il valore economico della partecipazione è stimato pari a **185.000 euro.**

Valore complessivo finale di VOODOO

Considerando i risultati su esposti, il valore economico di Voodoo, comprendendo anche la partecipazione dell'85% in TFG, è stimato in **euro 1.285.000**

XI. IL VALORE DELLE QUOTE DEL 22,50% DI VOODOO

La finalità della presente perizia è stimare il valore delle quote del 22,50% del capitale sociale di Voodoo Srl. Nella stima del valore della partecipazione del 22,5 per cento, non si è considerato necessario applicare uno sconto per il fatto che si tratti di una partecipazione di minoranza, in quanto, sulla base dell'accordo già sottoscritto tra i soci di Voodoo e Prismi Spa in data 31 marzo 2021 e richiamato nelle premesse, il conferimento del pacchetto del 22,50% nella costituenda società è funzionale al successivo conferimento nella società Prismi Spa, che, sulla base del suddetto accordo, sarà già titolare del restante 87,50%.

CONCLUSIONI

Il sottoscritto, ai sensi del primo comma dell'art. 2465 del Codice Civile, **attesta** che alla data odierna il valore dei beni conferiti (costituiti da una partecipazione del 22,50% al capitale di Voodoo come specificato nel paragrafo II – oggetto dell'incarico) ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è almeno pari ad € **290.000.**

Quanto sopra, a norma dell'art. 2465 cod. civ., assolvendo l'incarico conferito, viene asseverato con giuramento

Cecina, 30 aprile 2021

ORDINE DOTT. COMMERCIALISTI DOTT. FEDERICO CARTEI N.235 CIRC.NE TRIBUNALE LIVORNO

Il Perito

Dott. Federico Cartei

V.G. 1367/21
CRON. 2539

TRIBUNALE DI LIVORNO

VERBALE DI GIURAMENTO PERIZIA

L'anno 2021 (duemilaventuno) il giorno 03 maggio avanti al sottoscritto Cancelliere Dott.ssa Ornella De Leva è comparso il dott. Federico Cartei, nato a Pisa il 26 febbraio 1974, domiciliato in Cecina presso il suo studio sito in Via Oreste Marrucci n° 50, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti della Provincia di Livorno al n°427 e a quello dei Revisori Legali tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al numero 131769, codice fiscale CRTFRC74B26G702N, identificato tramite documento di identità Carta di identità n. AU3511058 valida fino al giorno 26.02.2025, il quale chiede di asseverare l'unita perizia.

Il Cancelliere, previe le ammonizioni di legge, invita il Perito al giuramento, che egli presta ripetendo: "giuro di avere bene e fedelmente adempiuto alle funzioni affidatemi al solo scopo di far conoscere ai giudici la verità."

Letto, confermato e sottoscritto.

ORDINE DOTT. COMMERCIALISTI CIRC.NE TRIBUNALE LIVORNO
DOTT. FEDERICO CARTEI N.235

Il Perito
(Dott. Federico Cartei)

TRIB. CIV. e PENALE LIVORNO
IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Dott.ssa Ornella De Leva

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€16,00
SEDICI/00
Agenzia Entrate
01006054 0000024AE W07KK001
00178523 30/04/2021 12:48:51
4578-00088 EC69555BBBA246A6
IDENTIFICATIVO 01192216145429
0 1 19 221614 54259