# RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE PARI ALL'86,40% DI H2H CREATIVE PRODUCTION S.R.L.

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

**SOMMARIO**


I. PREMESSA ..... 3

II. OGGETTO DELL'INCARICO ..... 3

III. FINALITÀ E LIMITAZIONI ..... 3

IV. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA ..... 5

V. H2H Creative Production S.r.l. ..... 5

1. Descrizione della Società ..... 5

2. Ramo di azienda conferito ..... 6

VI. I METODI DI VALUTAZIONE ..... 13

1. Il processo di stima del valore di un'azienda ..... 13

2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale ..... 13

*2.1 Il metodo patrimoniale* ..... 15

*2.2 Il metodo reddituale* ..... 16

*2.3 Il metodo misto patrimoniale-reddituale* ..... 18

*2.4 Il metodo finanziario* ..... 19

*2.5 Il metodo dei multipli* ..... 22

VII. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE ..... 22

VIII. L'APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO ..... 24

1. I momenti logici del processo valutativo ..... 24

2. La stima degli UFCF ..... 25

3. La stima dei tassi da applicare nella valutazione ..... 26

4. La stima dell'Enterprise Value ..... 29

5. La determinazione dell'Equity Value ..... 30

IX. APPLICAZIONE DEL METODO DEI MULTIPLI ..... 30

X. IL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DI H2H ..... 32

XI. VALORE DELLE QUOTE DEL 86,40% DI H2H Creative Production Srl ..... 33

**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 ed al n. 131769 del Registro dei Revisori legali tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze con Decreto Ministeriale del 02/03/2004 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 19 del 09/03/2004, ha ricevuto dalla società MAG14 S.r.l. e per essa dal Dott. Paolo Romiti, in qualità di legale rappresentante, l'incarico di procedere alla stima del valore economico attribuibile alla partecipazione da essa detenuta dell'86,40 per cento del capitale sociale nella H2H Creative Production S.r.l. (in seguito anche H2H), da conferire in una società di nuova costituzione, ai sensi dell'art. 2465 del Codice Civile. È opportuno evidenziare che la società MAG14 detiene attualmente una partecipazione del 100% in tale società ma solo l'86,40% di essa sarà oggetto di conferimento e quindi di valutazione.

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

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 del ramo indicato.

Il sottoscritto dichiara, in qualità di professionista incaricato, di essere indipendente nei confronti della Società H2H, della società conferente 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 86,40% al capitale sociale della società H2H Creative Production S.r.l., con sede legale in via Pietrasanta, 14 Milano, 20141, (MI), P.iva / codice fiscale 11732500969, iscritta al registro delle imprese di Milano numero 11732500969, numero REA MI - 2621811 (di seguito "**H2H**" 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 da MAG14 S.r.l. in una società di nuova costituzione (Newco 1); successivamente, Newco1 conferirà l'86,40% delle quote di partecipazione di H2H Creative Production Srl nella società Prismi Spa, come previsto da un accordo già sottoscritto tra le parti; 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 H2H e, conseguentemente a determinare il valore della partecipazione del 86,40%.

**III. Finalità e limitazioni**

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 in oggetto e non può essere utilizzata con 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;
- non si assume pertanto alcune responsabilità relativamente alla completezza, veridicità ed accuratezza delle informazioni e dei dati utilizzati;
- 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 della partecipazione 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;
- in particolare si precisa che H2H Creative Production S.r.l. è una società di nuova costituzione, in cui in data odierna MAG14 Srl ha conferito il ramo di azienda che fa riferimento all'attività di agenzia di comunicazione. In relazione a tale conferimento e ai sensi dell'art 2465 c.c., il sottoscritto ha redatto una relazione di stima datata 30 aprile 2021 e giurata in data 3 maggio 2021, avente ad oggetto la valutazione del valore economico del ramo MAG14 conferito. Per tale ragione, trattandosi di società all'inizio del suo ciclo di vita che non ha ancora implementato elementi patrimoniali (tranne il versamento del capitale sociale di 10.000 euro) o comunque altri elementi valorizzabili diversi da quelli riconducibili al ramo di azienda acquisito con il conferimento, si ritiene logico e fondato ricondurre, allo stato attuale, il valore del capitale economico della società 2H2H essenzialmente al valore economico del ramo di MAG14 in essa conferito; per tale valutazione si è dovuto ricorrere prevalentemente all'utilizzo di dati economico-finanziari previsionali predisposti dalla società per il ramo di azienda MAG14.

## 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.

Poiché per giungere ad una stima del valore della società H2H occorre valutare il ramo di azienda MAG14 di recente conferito, le principali fonti utilizzate si riferiscono al ramo di azienda MAG14 e possono essere riepilogate come segue:

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

1. Bilancio di esercizio e situazione patrimoniale ed economica analitica dell'esercizio 2018 di Mag14 S.r.l.;
2. Bilancio di esercizio *pro forma* e situazione patrimoniale ed economica analitica *pro forma* dell'anno 2019 di Mag14 S.r.l.;
3. Situazione patrimoniale ed economica *pro forma* 2019 e 2020 del Ramo MAG14;
4. Documentazione relativa agli elementi patrimoniali conferiti in data odierna;
5. Business Plan del ramo di azienda MAG14 relativo al periodo 2021 – 2024 ricevuti in data 19 aprile 2021;
6. Accordo di investimento firmato in data 31 marzo 2021;
7. Visura camerale della società aggiornata al 23.04.2021;
8. Documentazione commerciale e presentazioni istituzionali di MAG14 e del progetto Exo Digital.

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. H2H Creative Production S.r.l.

### 1. Descrizione della Società

H2H Creative Production S.r.l. è stata costituita il 20 aprile 2021 con lo scopo di svolgere l'attività di agenzia di comunicazione integrata, per la gestione di campagne pubblicitarie, progetti di Comunicazione e Marketing, Digital Business e Strategie multicanale.

Quanto all'oggetto sociale, è previsto l'esercizio delle seguenti attività:

- progettazione, produzione e gestione di software di ricerca, analisi e trattamento dei dati;
- progettazione e produzione di software di relazione e comunicazione con la clientela (crm);
- progettazione e ideazione di strategie utili alla produzione, gestione, e comunicazione e distribuzione di contenuti e materiali di comunicazione e pubblicitari;
- attivita' di progettazione e gestione di eventi e manifestazioni multimediali anche attraverso la progettazione di sistemi di comunicazione hardware,
- produzione di software dedicato e fornitura degli stessi;
- produzione di materiale pubblicitario su supporto elettronico, on-line e cartaceo;
- strutturazione, architettura, progettazione, realizzazione, modifiche e mantenimento di siti web, portali internet, applicazioni di e-commerce,
- programmi informatici e telematici, sistemi di sicurezza informatica;
- hosting, housing e mantenimento di siti web, portali internet, applicazioni di vario genere;
- realizzazione, consulenza e formazione su posizionamento, indicizzazione e registrazione dei siti internet sui motori di ricerca, gestione di campagna pay per click, banner e quant'altro;
- gestione e invio di dem, promo e-mail, servizi di e-mail marketing, creazione, predisposizione e gestione di banche di dati, cataloghi multimediali, fornitura di tutti i servizi ad essi collegabili ai fini della produttivita', della comunicazione, dell'informazione e della formazione per imprese, professionisti, enti pubblici;

- la fornitura di servizi connessi alla progettazione, installazione e gestione di sistemi informativi e informatici, nonche' la produzione, la riparazione e la commercializzazione di elaboratori elettronici, di apparecchiature
- elettroniche per l'ufficio e di sistemi di telecomunicazione;
- l'assistenza tecnica ai programmi fornitti, i servizi e la consulenza ad aziende ed enti in merito alle varie attivita' connesse alla produzione di software, alla comunicazione ed alla formazione, produzione, commercializzazione e distribuzione di titoli multimediali, di videogiochi, di prodotti e sistemi software di natura didattica e di prodotti audiovisivi su qualsiasi tipo di supporto;
- - l'attivita' editoriale in genere, l'attivita' di redazione, elaborazione, commercializzazione di prodotti e spazi pubblicitari, di comunicazioni commerciali e di informazioni in genere diffusi su base informatica e non, distribuiti attraverso qualsiasi canale commerciale e, in formato elettronico, anche attraverso internet; e quant'altro meglio specificato nello statuto sociale.

La società è interamente partecipata dalla società MAG14 S.r.l. e il capitale sociale risulta interamente versato. La società è amministrata da un amministratore unico, Dott. Paolo Romiti; non è nominato, non correndone l'obbligo, l'organo di controllo.

**2. Ramo di azienda conferito.**

Il ramo di azienda MAG14 fa riferimento all'attività di marketing e di comunicazione integrata svolta dalla Società attraverso il Brand "H2H".

L'azienda realizza progetti di strategia, creatività, comunicazione, marketing digitali e tradizionali ed è rivolta prevalentemente ad imprese di medio – grandi dimensioni.

I clienti sono prevalentemente medie e grandi aziende operanti in vari settori industriali (automotive, food & beverage e servizi), tra i quali: Mercedes-Benz, Mondadori, Nexi S.Pellegrino, Metro, Prenatal, Enel, Playstation.

Il ramo di azienda oggetto di conferimento comprende:

- Contratti commerciali attivi (clienti)
- Contratti commerciali passivi (fornitori) compresi quelli di leasing
- Contratti di lavoro dipendente (personale afferente al ramo)
- Dotazioni di mobili, arredi, pc e hardware IT(immobilizzazioni materiali)
- Spese pluriennali capitalizzate (immobilizzazioni immateriali)
- Software, licenze, diritti simili e sito aziendale
- Marchio "H2H"
- Avviamento
- Imposte anticipate
- Crediti vs clienti
- Contratti di conto corrente attivi
- Tfr maturato, ferie e rol ed ex festività residui da inizio rapporto relativi al personale dipendente del ramo
- Contratti di finanziamento
- Contratti di affidamento bancario
- Debiti vs fornitori
- Debiti non scaduti vs il personale del ramo per retribuzioni e mensilità aggiuntive

- Debiti vs Erario ed Istituti previdenziali correnti e non scaduti

Si descrive di seguito quanto sopra elencato.

Contratti commerciali attivi (clienti)

Si riporta l'elenco dei contratti commerciali in essere trasferiti con il conferimento del ramo, nonché dei rapporti con clienti non regolamentati da contratti, ma con i quali esiste da tempo una costante collaborazione commerciale:

| Cliente | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|
| Unigrà S.R.L. | Gestione Social canali Area Unica | Accordo del 03/02/2020 |
| Mondadori Retail S.p.A. | Realizzazione materiale grafico per cataloghi, Copertine libri, Broschure, Presentazioni PPT, ADV (stampa e web) | Contratto del 01/07/2019 |
| Canon | Sviluppo e creazione dei materiali di comunicazione e grafici relativi a progetti Canon | Contratto del 08/03/2021 |
| Beiersdorf S.p.A. | Sviluppo e implementazione dei concept di vendita. | Contratto del 10/04/2016 |
| Mercedes-Benz Italia S.p.A. | Campagne di comunicazione, Social Media Management, Supporto Siti Web, Attività di Marketing Locale | Contratto del 11/11/2019 |
| Mercedes-Benz Trucks Italia S.R.L. | Campagne e creatività, Social Media Management, Supporto Siti Web, Attività di Marketing Locale | Contratto del 11/11/2019 |
| Mondadori Scienza S.p.A. | Fornitura di servizi grafici di prestampa riguardanti il ciclo delle lavorazioni delle testate di Mondadori Scienza | Contratto del 20/03/2020 |
| Akzo Nobel Coatings S.p.A. | Social Management and Dulux Brand | Contratto del 24/11/2020 |
| ENI S.p.A. | Grafica e sviluppo di materiale BTL, comunicazione digitale e campagne marketing | Contratto n° 2500035059 e n° 2500035090 del 01/07/2019 |
| Habitante S.R.L. | Analisi preliminare, Social media strategy e Gestione always on delle properties Viero Paints su Instagram e Facebook | Lettera di Incarico del 01/06/2020 |
| Woodn Industries S.R.L. | Implementazione del Corporate Identity e guidelines, implementazione di broschure rivenditori ed il website, Gestione Social Media | Lettera di Incarico del 04/08/2020 |
| San Pellegrino S.p.A. | Sviluppo, realizzazione e comunicazione del packaging San Pellegrino | Listino San Pellegrino |
| Alice Pizza Negozi S.R.L. | Kit Distanziamento COVID | Rapporto Commerciale |
| I.F.S. & Partners S.R.L. (Gruppo Unigrà) | Fornitura di servizi grafici | Rapporto Commerciale |
| Publicis Sapient Italy S.R.L. | Realizzazione piattaforma DAM (Digital Asset Management) e Newsletter | Rapporto Commerciale |
| Richemont International Distribution | Master DMLS | Rapporto Commerciale |
| Saint-Gobain Glass Italia S.p.A. | Fornitura di servizi grafici | Rapporto Commerciale |
| Wefor S.R.L. (Gruppo IVS Italia) | Gestione editoriale e community management Facebook, apertura lancio e animazione del canale Instagram | Offerta del 03/05/2019 |
| Nexi Payments S.p.A. | Piattaforma Sharize | Offerta del 23/07/2017 |
| IVS Italia S.p.A. | Hosting e Maintenance, Gestione Contenuti e Gestione Canali Social | Proposta del 08/03/2018 |
| Metro Italia Cash And Carry S.p.A. | Sviluppo, realizzazione e comunicazione dell'agenzia dei packaging dei prodotti Metro | Proroga contrattuale del 14/07/2020 |
| Prenatal Retail Group S.p.A. | Piattaforma Sharize, licenze e aggiornamenti applicativi & Gestione attività di Packaging | Rinnovo contrattuale del 18/01/2021 e Offerta del 25/01/2021 |
| Prenatal S.p.A. | Piattaforma Sharize | Rinnovo del 08/03/2020 |
| Barberini e Gunnel | Campagne Social | Rapporto Commerciale |
| Bolldea | Attività UX/UI Sito & Maintenance Sito, Campagne Social | Rapporto Commerciale |
| DS Group Spa | Campagne ADV | Rapporto Commerciale |

| Cliente | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|
| Europ Assistance | Campagne Social FB + IG | Rapporto Commerciale |
| Evobus Spa | Progetto Digital Local | Rapporto Commerciale |
| RLG Europe | Campagna stampa e display | Rapporto Commerciale |
| San Salvo Diesel | Sito Dealer Auto Express & Maintenance Sito | Rapporto Commerciale |
| Truck Italia Spa | Fornitura di servizi grafico creativi | Rapporto Commerciale |
| Wellnet | Social media strategy | Rapporto Commerciale |

Contratti commerciali passivi (fornitori) compresi quelli di leasing

I contratti commerciali "passivi" facenti parte del ramo di azienda acquisito, nonché i rapporti con fornitori non regolati da contratti ma con i quali è in essere da tempo una collaborazione costante sono di seguito elencati:

| Fornitore | Area | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|---|
| MEASURENCE INC. | Forniture Esterne | Mobile Location Analytics | Accordo di licenza e commercializzazione del 15/12/2020 |
| SIMECOM | G&A | Fornitura di Energia Elettrica | Contratto di Dicembre 2019 |
| FONDAZIONE GEROLAMO GASLINI | G&A | Affitto sede Milano | Contratto di Locazione del 20/12/2018 |
| GETTY IMAGES ITALIA SRL | Forniture Esterne | Creative Image Agencies | Contratto iStock di licenza di Aprile 2015 |
| GRENKE LOCAZIONE SRL | Operativa | Locazione operativa | Contratto n° 136016439 del 12/01/2018 |
| LINKEDIN IRELAND UNLIMITED COMPANY | Commerciale | Sales Navigator | Contratto n° C53731352-17 del 01/10/2019 |
| ORACLE ITALIA SRL | Forniture Esterne | Oracle Eloqua Marketing Standard Cloud Service | Contratto n° IT-CSA-887943 del 26/08/2020 |
| GEA E ASSOCIATI | G&A | Consulenza in materia di sicurezza ed igene del lavoro | Contratto n° protocollo 171/AS/17 del 26/05/2017 |
| EDENRED ITALIA SRL | G&A | Ticket Restaurant | Contratto n° protocollo 387707/03052017 del 03/05/2017 |
| CAF ARTSER SRL | G&A | Consulenza Paghe | Contratto n° protocollo MAG14501_09042019_CC del 09/04/2019 |
| FINSA SPA | G&A | Consulenza Amministrativa | Contratto n° protocollo U-OFF-17-1037-00 del 25/07/2017 |
| COLT | G&A | Connettività Internet | Contratto n° riferimento 36/19 del 12/11/2019 |
| ME-SOURCE SRL | Forniture Esterne | Suite di Social Media Intelligence - Social Analytics | Contratto n° riferimento 3618351394 del 04/02/2021 |
| IL CARRO COOPERATIVA SOCIALE | G&A | Servizio maggiordomo di stireria | Contratto stipulato il 29/01/2019 |
| ADOBE SYSTEMS SOFTWARE IRELAND LTD | Operativa | Applicazioni Creative Cloud | Abbonamento |
| AGENCY SOFTWARE WORLDWIDE LTD. | Operativa | Paprika Software Gestionale - QUICK SILVER Support | Contratto del 17/12/2014 |
| ARCANGEL IMAGENES SL | Forniture Esterne | Creative Image Agencies | Account |
| FACEBOOK IRELAND LIMITED | Forniture Esterne | Campagne Social | Account |
| GOOGLE IRELAND LTD | Forniture Esterne | Campagne Social | Account |
| LINKEDIN IRELAND UNLIMITED COMPANY | Forniture Esterne | Campagne Social | Account |
| NOOVLE SRL | Operativa | Cloud Enabler - Gmail Suite Basic | Account |
| RESOLUT MARKETING SYSTEMS AB | Forniture Esterne | Piattaforma MRM | Rapporto Commerciale |

| Fornitore | Area | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|---|
| THE MEDIA LAB SRL UNIPERSONALE | Forniture Esterne | Gestione Campagne Social | Collaborazione |
| TOP CONSULTING & SERVICES SRL | Forniture Esterne | Global System Integrator | Collaborazione |
| TREVILLION IMAGES LTD | Forniture Esterne | Creative Image Agencies | Account |
| WEBSCIENCE SRL | Forniture Esterne | Data Analitytics e Business Intelligence | Collaborazione |
| FINSA SPA | Forniture Esterne | Sviluppo IT | Contratto n° protocollo U-OFF-18-1305-006 del 28/11/2018 |
| RGR | Operativa | Servizio di Manutenzione Ordinaria | Offerta sottoscritta n° 12725 del 30/04/2020 |
| Wind Tre | G&A | Sim – Smart Share Unlimited | In attesa di voltura |
| Volkswagen | G&A | Leasing Auto Aziendale | Contratto del 05/06/2019 |
| BMW Bank GmbH | G&A | Leasing Auto Aziendale | Contratto n° 03649552 del 26/07/2019 |
| ALMACREATIVA SRL | Forniture Esterne | Social media strategy e management | Offerta sottoscritta per servizi 2021 |

Contratti di lavoro dipendente (personale afferente al ramo)

Nella tabella seguente sono riportati i nominativi dei dipendenti trasferiti col ramo, con indicazione del team di appartenenza, job title, RAL e salario variabile, ticket restaurant e benefit.

| Risorsa | Team | Job Title | RAL | Variabile | Ticket | Benefit |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Armini Luca | Operativi | Graphic Designer | 21.284,34 € | | 5,30 € | |
| Balconi Daniele | Operativi | Graphic Designer | 27.130,32 € | | 5,30 € | |
| Bernardi Gianluca | Operativi | Graphics & Delivery Manager | 58.560,18 € | | 5,30 € | PC Portatile e Sim |
| Bignami Rebecca | Operativi | Project Manager | 21.284,34 € | | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Braga Emanuele | Operativi | Graphic Designer | 55.783,14 € | | 5,30 € | |
| Clemente Nicola | Operativi | Graphic Designer | 22.523,06 € | | 5,30 € | |
| Cornetti Pietro | Operativi | Graphic Designer | 22.792,56 € | | 5,30 € | |
| De Marchi Luca | Operativi | Copywriter | 23.393,58 € | | 5,30 € | |
| Guarneri Croce | Operativi | Graphic Designer | 15.979,71 € | | 5,30 € | |
| Lo Bello Stefano | Operativi | Project Manager | 30.918,86 € | | 5,30 € | PC Portatile, Smartphone, SIM |
| Longhini Samuele | Operativi | Graphic Designer | 36.521,24 € | | 5,30 € | |
| Losacco Massimo | Operativi | Project Manager | 46.631,34 € | | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Pavan Marcello | Operativi | Project Manager | 32.000,08 € | | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Villa Valentina | Operativi | Art Director | 24.254,30 € | | 5,30 € | |
| Albergo Giuseppe Silvio | Operativi | Art Director | 25.541,04 € | | 5,30 € | |
| Bassi Isotta | Operativi | Copywriter | 23.289,28 € | | 5,30 € | |
| Borgomaneri Alessandro | Operativi | Copywriter | 26.307,54 € | | 5,30 € | PC Portatile |
| La Selva Paola | Operativi | Art Director | 39.620,14 € | | 5,30 € | |
| Ricciardi Stefania | Operativi | Art Director | 36.526,70 € | | 5,30 € | |
| Vezzoli Alessandro | Operativi | Copywriter | 18.922,60 € | | 5,30 € | |

| Risorsa | Team | Job Title | RAL | Variabile | Ticket | Benefit |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Davolio Roberto | Commerciale | Head of Client Management & Business Development | 60.000,08 € | | 5,30 € | PC Portatile, Telefono e Auto Aziendale |
| De Falco Cristiana | Commerciale | Head of Project Management | 35.001,40 € | | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Okely Lisa Maria | Commerciale | Client Manager | 46.695,74 € | | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Perfetti Antonietta | Commerciale | Client Manager | 28.493,92 € | | 5,30 € | PC Portatile e Scheda Sim |
| Alfieri Giulio | Commerciale | Sales | 35.000,00 € | 10.000,00 € | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Trotta Giovanni | Commerciale | Sales | 36.000,00 € | 10.000,00 € | 5,30 € | PC Portatile e Telefono |
| Toloi Elisabetta | Commerciale | Client Manager | 30.980,60 € | | 5,30 € | PC e Telefono |
| Loria Pierina | Amministrativi | Amministrativo | 14.631,96 € | | 5,30 € | |

Dotazioni di mobili, arredi, pc (immobilizzazioni materiali)

Le tipologie di immobilizzazioni materiali conferiti col ramo di azienda sono:

- Personal Computer (sia fissi che portatili), iMAC, Monitor, TV, Tastiere, Telefoni fissi, Smart Phone, Tablet, Hard Disk esterni, tavolette e altri dispositivi accessori.
- Server, NAS, rooter, switch e altro materiale necessario al funzionamento
- Mobilio da ufficio da costituito da scrivanie, sedie da ufficio, cassettiere, armadi, librerie, tavolini, poltrone e divani e altri complementi d'arredo.

Spese pluriennali capitalizzate (immobilizzazioni immateriali)

Le immobilizzazioni immateriali facenti parte del ramo sono:

- Spese di Costituzione e Impianto relative al ramo, alla fase di start-up dell'attività, all'implementazione del sistema di trattamento dei dati e della privacy, del GDPR, della riorganizzazione e ottimizzazione dei fattori produttivi e al consolidamento del nuovo posizionamento della società e del relativo brand nel settore.
- Dominio e sito www.h2h.net comprensivo delle sue spese di realizzazione, dei miglioramenti e della piattaforma digital engagment, nonché delle spese relative all'adeguamento alle normative vigenti in termini di privacy
- Dominio e sito www.sharize.io relativo alla piattaforma Sharize meglio descritta nel prossimo punto.
- Spese di sviluppo e software relative:

o allo sviluppo della piattaforma Walk-in per Mercedes-Benz Italia che ha il compito di acquisire - in forma anonima - il numero di device (Smart-Phone) che entrano all'interno della concessionaria, al fine di fornire quale output una dashboard che monitora gli accessi all'interno degli showroom ed altre metriche chiave. La Piattaforma può essere rivenduta ai Dealer ufficiali della società.

o allo sviluppo della piattaforma Content Personalization and Direct Email Marketing, sviluppata su tecnologia Oracle per Mercedes-Benz Italia. La piattaforma consente l'invio di email a contenuto promozionale e personalizzato agli utenti (clienti e potenziali clienti) del data-base interno di Mercedes-Benz,

inseriti in cluster sulla base dell'ultima acquisizione del loro contatto. La piattaforma può essere proposta ad altri player del mercato automotive o di altre settori.

o allo sviluppo della nuova offerta di grafica editoriale che permette di proporsi ai player del settore proponendo attività di grafica, impaginazione e gestione dei contenuti per riviste cartacee. Gli investimenti in tale offerta hanno permesso l'avvio delle attività con Mondadori Scienza.

o alla realizzazione della nuova Wi-Fi Lan nella sede di via Pietrasanta 14 e dell'implementazione del nuovo firewall di sistema, con relativo efficientamento dell'architettura IT.

- Spese di manutenzione straordinaria su beni in locazione

Software e licenze

Di seguito sono elencate le licenze software e il software proprietario conferiti col ramo MAG14:

| Tipologia | Software |
|---|---|
| Licenza a vita | Licenza a vita Pitstop Pro Enfocus |
| Licenza a vita | 60 licenze a vita Microsoft Office Professional Plus 2019 |
| Software Proprietario | Piattaforma Sharize sviluppata con Finsa S.p.A. |
| Licenza annuale | Paprika Software Gestionale - QUICK SILVER Support |
| Licenza annuale | Zucchetti AdHoc - Software Contabile |
| Licenza annuale | Account Gmail Suite Basic |

Sharize è una piattaforma di Marketing Resource Management sviluppata da MAG14 S.r.l e Finsa S.p.A., venduta in modalità "software as a services" (SaaS), finalizzata a ottimizzare i flussi di gestione dei materiali di comunicazione tra il Corporate e le diverse branch sul territorio. Il servizio è attualmente erogato a clienti quali Mercedes-Benz Italia, Nexi Payments e Prenatal.

Marchio

Di seguito è riportato il marchio non registrato "H2H" nella riproduzione "positiva", "positiva con pay-off" e "negativa"; nel trasferimento di proprietà sono comprese tutte le versioni presenti e passate.

Avviamento

Si riferisce all'avviamento contabilizzato a seguito dell'acquisto di azienda dalla società Ammiro Y2K S.r.l..

Imposte anticipate

Nel ramo di azienda conferito è presente la quota parte delle imposte anticipate iscritte nel bilancio di MAG14 S.r.l.

Crediti vs clienti

Fanno parte del ramo conferito tutti i crediti commerciali vantati da MAG14 S.r.l e relativi ai clienti trasferiti.

Contratti di conto corrente attivi

Di seguito sono elencati i contratti di c/c attivi:

| Banche | Tipologia | Conto | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|---|---|
| Banco BPM | c/c | 1602 | Apertura conto corrente | Apertura c/c Documento di Sintesi n° 787066596662/1 del 10/05/2017 |
| Banca Passadore | c/c | 1114 153 | Apertura conto corrente | Contratto generale di Affidamento - Documento di Sintesi n° 1 del 03/08/2017 |
| Soldo Financial Services | Carte Prepagate | | Carta prepagate per acquisto carburante | |

Tfr maturato, ferie e rol ed ex festività residui da inizio rapporto relativi al personale dipendente del ramo.

Sono stati conferiti anche gli importi dei ratei residui e del trattamento di fine rapporto maturato relativi ai dipendenti trasferiti col ramo.

Contratti di finanziamento

Di seguito sono elencati i contratti di finanziamento in essere che fanno parte del ramo conferito:

| Banca | Tipologia | Oggetto | Contratto |
|---|---|---|---|
| Banco BPM Finanziamento n° 04670624 | Finanziamento | Finanziamento assistito da garanzia diretta del fondo di garanzia per le PMI | Documento di Sintesi n° 1 del 09/07/2020 |
| Banco BPM Finanziamento n° 04709223 | Finanziamento | Finanziamento assistito da garanzia diretta del fondo di garanzia per le PMI | Documento di Sintesi n° 1 del 21/07/2020 |
| BCC Lease | Finanziamento | Finanziamento - N. 60 Office Professional Microsoft Plus 2019 | Contratto n° Riferimento 300885/5643 |
| Banco BPM Swap su Fin. N° 04670624 | SWAP | Contratto SWAP denominato tasso fisso (IRS) | Proposta n° 47658 del 09/07/2020 |
| Banco BPM Swap su Fin. N° 04709223 | SWAP | Contratto SWAP denominato tasso fisso (IRS) | Proposta n° 47896 del 21/07/2020 |

Contratti di affidamento bancario

Di seguito sono elencati i contratti di affidamento in essere trasferiti col ramo:

| Banca | Tipologia | Conto | Oggetto | Affidamento | Contratto |
|---|---|---|---|---|---|
| Banco BPM | Anticipo Fatture | Banco BPM c/c 1602 | Concessione/variazione di affidamento apertura di credito n° 543909 | € 1.000.000 | Documento n° 000000002 del 04/03/2020 |
| Banca Passadore | Anticipo Fatture | | Affidamento promiscuo tra apertura di credito in c/c e anticipo fatture con notifica | € 120.0000 | Contratto generale di Affidamento - Documento di Sintesi n° 1 del 03/08/2017 |
| Banco BPM | Carta di Credito | Cartimpronta | Cartimpronta Mastercard Corporate | € 50.000 | Documento n° 1 del 25/03/2020 |

Debiti vs fornitori

Fanno parte del ramo tutti i debiti commerciali di MAG14 S.r.l relativi ai rapporti di fornitura trasferiti.

Debiti non scaduti vs il personale del ramo per retribuzioni e mensilità aggiuntive

Sono stati conferiti col ramo tutti i debiti nei confronti del personale trasferito e non ancora scaduti, ossia le retribuzioni mensile e mensilità aggiuntive.

Debiti vs Erario ed Istituti previdenziali correnti e non scaduti

Sono compresi nel ramo conferito tutti i debiti nei confronti dell'erario e degli istituti previdenziali non ancora scaduti e relativi al corrente.

Dopo aver riepilogato le varie componenti del ramo di azienda *de quo*, si procede alle varie fasi del processo di valutazione.

## 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.

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

a = 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

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 D*iscounted 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. LA 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

### 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

CONS
DE
CA
N
ARCHE TI

**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, costruito a partire dai dati consuntivo *pro-forma* 2019 e 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 del ramo MAG14 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 di MAG14 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 riportano gli schemi consolidati del Piano del ramo d'azienda MAG14:

**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].

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

*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 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. È 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

$$Adjusted\ beta = raw\ beta \times 0{,}67 + 1 \times 0{,}33$$

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.

[3] Fonte Prof. Aswath Damodaran.

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

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 dell'investimento in MAG14, non espresso nei parametri dei *comparables*, né nelle altre variabili fin ora impiegate. Tale incremento è giustificato dal fatto che il ramo di azienda oggetto di valutazione è caratterizzato da ridotte dimensioni rispetto ai comparables individuati, nonché dal fatto di essere una PMI.
Conclusivamente il costo medio ponderato del capitale (WACC) è stato determinato in misura pari al 10,4 [%; 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

| | |
|---|---|
| *Tasso risk free (rf)* | 1,60 |
| *ERP - Market Risk premium* | 6,85 |
| *small size premium* | 3,00 |
| *Beta (β) relevered adjusted* | 1,15 |
| *Ke - Costo del capitale proprio* | 12,44 |
| *Kd - Costo del debito* | 3 |
| *t - aliquota fiscale* | 24 |
| *D/(D+E)* | 20 |
| *E/(D+E)* | 80 |
| *WACC* | 10,41 |

**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.

**FLUSSI DI CASSA UNLEVERED**

Omissis

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 | 10,41% |
| Tasso crescira (g) | 1,00% |
| Somma valore attuale UFCF 2021-2024 | 3.012.933 |
| Valore attuale TV (Terminal Value) | 7.207.615 |
| **Enterprice Value** | **10.220.548** |
| PFN | -1.144.000 |
| Equity Value | 9.076.548 |

**5. La determinazione dell'Equity Value**

Sulla base del processo valutativo esposto, considerato il valore di EV stimato pari a euro **10.220.548** e la Posizione Finanziaria Netta comunicata dalla società pari a Euro **1.144.000** (a debito), è possibile concludere che **l'*Equity Value* del ramo MAG14 è pari a Euro 9.076.548.**

## IX. APPLICAZIONE DEL METODO DEI MULTIPLI

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.

**RELETECH 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 2019-2021[5] riferiti all'intero campione, in particolare per l'anno 2021 sono stati assunti multipli previsionali estratti dai reports finanziari.

Si riepilogano nella tabella seguente i multipli relativi alle società comparabili

| SOCIETA' | MKT | EV/EBITDA | | | EV/REVENUES | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| PRISMI | AIM | 40,07 | 34,70 | 8,30 | 2,07 | 2,40 | 2,00 |
| ALKEMY | AIM | 14,00 | 10,30 | 8,20 | 0,80 | 0,90 | 0,80 |
| RELATECH | AIM | 17,50 | 14,20 | 11,00 | 4,10 | 3,30 | 2,80 |
| WEBSOLUTE | AIM | 7,30 | 10,90 | 7,20 | 1,20 | 1,15 | 0,93 |
| NEOSPERIENCE | AIM | 12,32 | 9,30 | 8,10 | 2,55 | 2,40 | 2,20 |
| | Media | **18,24** | **15,88** | **8,56** | **2,14** | **2,03** | **1,75** |
| | Media 3Y | **14,23** | | | **1,97** | | |

[5] Fonti: Report di analisti finanziari (quali Intermonte, Ki&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.

Il valore medio del multiplo EV/REVENUES corrente è pari a 1,97x, mentre la media del multiplo EV/EBITDA è pari a 14,23x.

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 MAG14 la media triennale dei ricavi e dell'Ebitda 2019-2021.

| | | | Importi in Euro migliaja |
|---|---|---|---|
| | | *Ricavi* | *Ebitda* |
| MAG14 metric | *Media 2019/2021* | **4.183** | **521** |
| | | EV /Revenues | EV /EBITDA |
| Multiples | *Media 2019/2021* | **1,97** | **14,23** |
| **Enterprise Value** | | **8.241** | **7.414** |
| PFN | | -1.144 | - 1.144 |
| **Equity Value** | | **7.097** | **6.270** |
| **Media** | | | **6.684** |

## X. Il valore del capitale economico di H2H Creative Production S.r.l.

Per la valutazione del ramo di azienda oggetto di stima, 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 9.077.000.

L'esito valutativo derivante dall'applicazione del metodo dei multipli conduce ad un valore dell'Equity Value pari ad euro 6.684.000.

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 | 9.077 |
| Metodo dei multipli di mercato | 6.684 |
| **Equity Value Media** | **7.880** |

Pertanto, il valore del capitale economico del ramo MAG14 risulta pari a **Euro 7.800.000**.

Per addivenire al valore economico della società occorre tenere conto che sulla *newco* H2H gravano, per l'accordo sottoscritto tra le parti, tutti i costi inerenti l'intera operazione, che saranno ad essa fatturati.

Come già detto, la partecipazione oggetto della presente relazione di stima verrà conferita da MAG14 S.r.l. in una società di nuova costituzione (Newco 1) e, successivamente, Newco1 conferirà l'86,40% delle quote di partecipazione di H2H Creative Production Srl nella società Prismi Spa, come previsto da un accordo già sottoscritto tra le parti.

Si ritiene pertanto che si debba tenere conto nella valutazione dei costi da sostenere assunti dalla neocostituita H2H e relativi all'operazione sopra detta. Tale onere è stato quantificato dal management aziendale in euro 400.000,00, così suddiviso: euro165.000 per consulenze finanziarie-amministrative-tributarie; euro 155.000,00 per spese legali, euro 20.000,00 per l'attività dei revisori, euro 45.000,00 per perizie, euro 15.000 per spese notarili.

Il valore della società H2H come sopra determinato deve essere perciò **ridotto dell'importo corrispondente a 400.000,00 euro.**

Sulla base di tali considerazioni, si giunge pertanto a stimare il valore economico della H2H Creative Production S.r.l. pari a **euro 7.400.000.**

## XI. VALORE DELLE QUOTE DEL 86,40% DI 2H2H CREATIVE PRODUCTION SRL

Ai fini della presente Perizia, si è quindi proceduto a stimare il «valore economico del capitale» della società H2H e, conseguentemente a determinare il valore della partecipazione del 86,40%.

Il valore delle quote del 86,40% del capitale sociale di H2H Creative Production S.r.l corrisponde quindi all'86,40% di 7.400.000 euro, ossia ad euro 6.400.000,00.

## 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 86,40% al capitale di H2H Creative Production S.r.l come specificato nel paragrafo II – oggetto dell'incarico) ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è almeno pari ad **€ 6.400.000.**

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

Cecina, 6 maggio 2021

N.6732 REP.----------

----------**VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA**----------

--------**(Art.1 n. 4 del R.D.L. 14 Luglio 1937 n. 1666)**------

----------**REPUBBLICA ITALIANA**----------

L'anno duemilaventuno, il giorno sei del mese di maggio.------

----------**6 maggio 2021**----------

In Milano, nello Studio Notarile di Via G. Lanza n. 3.--------

Avanti a me Dr.ssa **ADELE CESÀRO**, Notaio di Milano iscritto all'omonimo Collegio Notarile,----------

----------è di persona comparso:----------

- **CARTEI FEDERICO**, nato a Pisa il giorno 26 febbraio 1974, domiciliato in Cecina Via Oreste Marrucci n. 50, codice fiscale CRT FRC 74B26 G702N.----------

della cui identità personale, io Notaio sono certo, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.----------

Aderendo alla richiesta ammonisco a sensi di Legge il Comparente il quale presta quindi giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".----------

Richiesto, io Notaio ho ricevuto la presente dichiarazione che ho letto al comparente che la approva e con me la sottoscrive.

Quest'atto, a mia cura e direzione, è stato dattiloscritto ai sensi di Legge da persona di mia fiducia in calce alla rela-

zione peritale.----------