

2024

RELAZIONE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO:

al 31/12/2023

RELAZIONE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO ALLA DATA DEL 31/12/2023

[REDACTED] – Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti

INDICE

Sommario

1. OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE VALUTAZIONE.....	3
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	4
3. NOTIZIE ESSENZIALI SULLA SOCIETA'.....	5
4. METODI DI VALUTAZIONE	6
4.1 Considerazioni generali	6
4.2 La scelta del metodo di valutazione	13
5. DATI DI RIFERIMENTO.....	15
5.1 Il bilancio ufficiale 2023 e quelli antecedenti al 31/12/2023	15
6. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	21
6.1 Conferma o rettifica dei valori contabili	21
6.1.1 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI.....	23
6.1.2 LE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI.....	23
6.1.3 LE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE.....	23
6.1.4 CREDITI.....	23
6.1.5 DEBITI VERSO FORNITORI.....	23
6.1.6 DEBITI VERSO ISTITUTI DI CREDITO, TRIBUTARI ED ISTITUTI DI PREVIDENZA.....	23
6.1.8 TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO.....	23
6.2 CAPITALE NETTO	24
6.3 AVVIAMENTO E DIVERSE IPOTESI DI VALUTAZIONE.....	26
7.1 il risultato delle rettifiche sulle medie dei metodi visionati.....	33
7.1 conclusioni finali.....	33

1. OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE VALUTAZIONE

Il sottoscritto [REDAZIONE] Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, con studio in [REDAZIONE] Iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di PADOVA al numero [REDAZIONE] e al Registro Revisori Contabili n. [REDAZIONE] G.U. n. 14 del 18.02.2000 D.M. 31.12.1999, ha ricevuto dal Sig. [REDAZIONE] domiciliato in [REDAZIONE] in qualità di legale rappresentante, amministratore e socio di maggioranza, della Società [REDAZIONE] IN SIGLA [REDAZIONE] con sede in NOVENTA PADOVANA (PD) VIA ALESSANDRO VOLTA 1/BIS CAP 35027 Capitale Sociale euro 10.000,00 versato per il valore di 2.500,00 euro, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Padova 04855690287 (di seguito denominata la "Società"), formale incarico di procedere alla stima del valore economico del patrimonio netto della società alla data del 31 dicembre 2023 al fine di determinarne la quota del 70% da lui attualmente detenuta.

L'incarico affidato non comprende lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci o sulle singole poste contabili né verifiche o accertamenti che abbiano ad oggetto l'individuazione di errori, inesattezze o passività potenziali non riflessi o riscontrabili nella documentazione messa a disposizione.

L'incarico ricompreso nell'ambito della valutazione da parte del socio di maggioranza di intraprendere una procedura del Codice della crisi sulla posizione individuale si propone di individuare il valore della società ed esprimere quindi il valore del 100% delle quote e quindi infine il valore ponderato della partecipazione di [REDAZIONE] del 70%

Il lavoro svolto si è basato su dati forniti dalla società, e da essa stessa elaborati che si assumono corretti e frutto di determinazioni e stime ragionevoli, obiettive e fondate senza che quindi il sottoscritto possa ritenersi responsabile di eventuali errori od omissioni conseguenti all'incompletezza ed inesattezza dei dati e delle informazioni ricevute.

Dopo un'attenta verifica e dopo il confronto con lo studio commercialista incaricato della redazione della contabilità i dati aziendali raccolti risultano idonei alla presente valutazione e al calcolo del valore e dell'avviamento della società.

I dati sono stati attinti oltre che dalla società stessa anche dalla CCIAA e dagli Enti Finanziari.

2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Di seguito viene elencata la documentazione richiesta e successivamente a disposizione del perito per l'espletamento dell'incarico:

1. Atto costitutivo e modifiche dello stesso
2. Statuto e successive modifiche
3. Scritture contabili
4. Situazione economica provvisoria Luglio 2024
5. Visura recente
6. Ultimi 5 bilanci approvati con tutti gli allegati e situazione provvisoria 2024
7. bilanci contabili dettagliati dal 31/12/2019 al 31/12/2023
8. Schede contabili 2022 e 2023
9. Libro cespiti al 31/12/2022 e 31/12/2023
10. Modelli dichiarativi ultimi 2 anni
11. Altri documenti

La documentazione sopra elencata è stata analizzata al fine di ricostruire e riclassificare sinteticamente i documenti ufficiali per renderli idonei alla presente valutazione.

Lo studio dei documenti ha permesso di approfondire gli ultimi 5 esercizi e normalizzarli ed arrivare ai valori attesi.

Il principale riferimento resta dunque il Bilancio contabile e di verifica del 31/12/2023 e il relativo Bilancio depositato.

Questo perché oltre ad essere l'ultimo esercizio chiuso e definito anche perché risulta essere un anno relativamente standardizzato.

3. NOTIZIE ESSENZIALI SULLA SOCIETA'

La Società si è costituita con atto costitutivo del 04/12/2014 ed iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese in CCIAA il 10/12/2014 notaio rogante [REDACTED] repertorio n. [REDACTED] Padova (PD) e registrazione [REDACTED] Padova 1 del 11/12/2014 a PADOVA (PD).

Il capitale di Costituzione è di 10.000,00 euro versato per 2.500 euro.

Con lo stesso atto viene nominato amministratore unico [REDACTED] a tempo indeterminato con i pieni poteri previsti dallo statuto:

GLI AMMINISTRATORI SONO INVESTITI DEI PIU' AMPI POTERI PER LA GESTIONE ORDINARIA E STRAORDINARIA DELLA SOCIETA' E POSSONO QUINDI COMPIERE TUTTI GLI ATTI CHE RITENGANO OPPORTUNI PER L'ATTUAZIONE DELL'OGGETTO SOCIALE, AD ECCEZIONE SOLTANTO DI QUANTO IN BASE ALLA LEGGE O ALLO STATUTO SIA RISERVATO ALLA DECISIONE DEI SOCI.

LA RAPPRESENTANZA DELLA SOCIETA' DI FRONTE AI TERZI ED IN GIUDIZIO, FATTO SALVO QUANTO STABILITO DALL'ART. 2475-BIS C.C., SPETTA:

- ALL'AMMINISTRATORE UNICO;
- AL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE O, IN CASO DI ASSENZA O IMPEDIMENTO DI QUESTI, AL VICEPRESIDENTE;
- ALL'AMMINISTRATORE DELEGATO, NEI LIMITI DELLA DELEGA;
- A CIASCUNO DEGLI AMMINISTRATORI DISGIUNTAMENTE, IN CASO DI AMMINISTRAZIONE DISGIUNTIVA AI SENSI DELL'ART. 2257 C.C.;
- A TUTTI GLI AMMINISTRATORI CONGIUNTAMENTE, IN CASO DI AMMINISTRAZIONE CONGIUNTIVA AI SENSI DELL'ART. 2258 C.C..

L'ORGANO AMMINISTRATIVO POTRA' CONFERIRE MANDATO CON RAPPRESENTANZA A PERSONE DI FIDUCIA PER IL COMPIMENTO DI DETERMINATI ATTI O CATEGORIE DI ATTI E RILASCIARE LE RELATIVE PROCURE, ESSENDO IN TALI CASI AUTORIZZATO A RIMBORSARE GLI INCARICATI DELLE SPESE DAI MEDESIMI SOSTENUTE E CORRISPONDERE IL RELATIVO COMPENSO.

La società ha il seguente **Oggetto Sociale** che prevede le seguenti attività:

- l'assunzione di mandati di agenzia per la vendita, con e senza deposito, sia in Italia che all'estero, di prodotti telefonici e prodotti di telefonia mobile e fissa, prodotti e servizi di telecomunicazione, nonché la commercializzazione degli stessi prodotti;
- il commercio all'ingrosso e al dettaglio di materiale didattico, di prodotti di cancelleria, di giochi educativi e giochi per bambini in genere.

la società, in via non prevalente e del tutto accessoria e strumentale, al solo fine del conseguimento dell'oggetto sociale, potrà effettuare tutte le operazioni commerciali, industriali, economiche, mobiliari ed immobiliari, nonché concedere fidejussioni, avalli, cauzioni, garanzie in genere, anche a favore di terzi, ed assumere, solo a scopo di stabile investimento e non di collocamento, sia direttamente che indirettamente, partecipazioni in altre società, imprese od

enti. le suddette attività finanziarie non potranno essere esercitate nei confronti del pubblico ai sensi dell'art. 106 del d.lgs. 01 settembre 1993, n. 385 e/o della vigente normativa in materia.

sono inoltre escluse dall'oggetto sociale tutte le attività per legge sono riservate a soggetti muniti di particolari requisiti non posseduti dalla società.

Attività effettivamente svolta

L'attività effettivamente svolta è attività di Agente di commercio per la vendita di prodotti telefonici e di telefonia mobile e fissa, prodotti e servizi di telecomunicazione con i seguenti codici ATECO prevalente e primaria 61.90.91 Intermediazione in servizi di telecomunicazione e trasmissione dati e come secondaria 46.49.3 Commercio all'ingrosso di altri beni di consumo.

L'attività corrisponde sia a quella dichiarata nell'oggetto sociale sia a quella dichiarata in visura camerale.

Il capitale sociale attuale di euro 10.000,00 versato per il 25% è interamente ripartito tra i soci come evidenziato nella tabella che segue:

<i>Proprietario</i>	<i>Valore quota</i>	<i>Diritto</i>	<i>%</i>
[REDACTED]	€ 7.000,00.	<i>Piena proprietà</i>	70%
	Quota 70%		
[REDACTED]	€ 3.000,00	<i>Piena proprietà</i>	30%
	Quota 70%		

Il socio [REDACTED] è anche amministratore unico mentre la socia [REDACTED] è socia di capitali.

4. METODI DI VALUTAZIONE

4.1 Considerazioni generali

La determinazione del capitale economico di una azienda è strettamente connessa a due elementi:

- 1. al patrimonio aziendale, come differenza tra attività e passività;**
In buona sostanza il patrimonio netto contabile rettificato quale valore assoluto distintivo.
- 2. alla capacità attuale e prospettica di generare flussi reddituali e finanziari.**
In buona sostanza l'avviamento inteso come valore attuale del flusso dei redditi futuri generato grazie alla struttura aziendale.

Dallo studio separato o congiunto di questi elementi, derivano altrettanti metodi valutativi che, in relazione alle peculiarità dell'azienda oggetto di stima ed ai fini che la valutazione si prefigge, diventano di volta in volta preferibili.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono le seguenti.

- A. *metodo patrimoniale*
 - 1) *semplice*
 - 2) *complesso*
- B. *metodo reddituale;*
- C. *metodo dei flussi finanziari;*
- D. *metodo misto patrimoniale e reddituale.*

Tra le metodologie di valutazione “non tradizionali” e “non analitiche” si segnalano:

- I. *metodo dei “prezzi probabili” o dei “multipli”;*
- II. *criteri empirici*

Il metodo patrimoniale si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale al fine di tradurre a valori correnti ogni componente patrimoniale. Nel caso si proceda anche alla stima di beni immateriali non iscritti in bilancio, il metodo patrimoniale viene definito “complesso”.

Il metodo reddituale si svincola da una visione disaggregata dell’azienda per valutare la capacità di tale complesso economico unitario di generare redditi futuri. Ne consegue che esso implicitamente tiene conto non solo dei beni materiali che compongono l’azienda e consentono il realizzo di risultati economici, bensì anche di quegli elementi immateriali, quali know-how, tecnologia, posizionamento strategico, brevetti, ecc., che contribuiscono forse ancor più concretamente al realizzo di risultati economici attuali e prospettici.

Il metodo dei flussi finanziari considera l’azienda come un qualsiasi investimento e ne determina il valore tramite l’attualizzazione dei flussi finanziari futuri che essa sarà in grado di generare. Risulta evidente come i metodi finanziari siano applicabili solo quanto risulti possibile un’accurata previsione dei flussi, non solo in termini di risultati economici futuri, bensì anche di politiche di investimento e di indebitamento aziendali.

I metodi misti si fondano sull’applicazione congiunta dei metodi patrimoniali e reddituali assumendo che il valore del capitale economico dell’azienda possa essere determinato quale sommatoria di due elementi: il capitale netto “rettificato” e l’avviamento autonomamente determinato.

Il metodo dei “prezzi probabili” o dei “multipli” non si basa su formule valutative razionalmente costruite, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato. Questi metodi non giungono, nel senso tradizionale, ad una valutazione analitica, ma arriva ad esprimere i “prezzi probabili” negoziabili per una data impresa, alla vendita o all’acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono l’approccio delle società comparabili e l’approccio delle transazioni

comparabili che, nell'insieme vengono talvolta indicati come "metodo dei moltiplicatori". L'applicazione del multiplo all'indicatore di performance esprime il valore complessivo dell'impresa.

Gli indicatori di performance più frequentemente utilizzati sono:

- ✚ Ebit – utile prima di interessi passivi e imposte.
- ✚ Ebitda – utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali ;
- ✚ MOL / differenza valore e costi produzione
- ✚ Multipli secondo i principi fiscali
- ✚ Fatturato.

I metodi di valutazione devono essere scelti come si sceglie un vestito sartoriale.

Ogni azienda ha il suo metodo ideale di valutazione ma un'occhiata a cosa genera una diversa scelta è sempre una buona strategia operativa.

La valutazione di un'azienda con **il metodo finanziario** deriva dalla convinzione che il valore della stessa è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro.

Il principale metodo di valutazione finanziario, denominato anche **Discounted cash flow (DCF)** è uno dei metodi più utilizzati per la valutazione aziendale ed è basato sulla valutazione dei flussi di cassa.

E' sicuramente uno degli strumenti scientificamente più rilevanti ma spesso è di difficile applicazione a causa della qualità dei dati consuntivi analizzati o a causa della variabilità degli scenari futuri di mercato.

Per moltissimi analisti questo metodo di valutazione d'azienda è quello che rispecchia nel miglior modo la logica sottostante che il valore dell'azienda derivi soprattutto dalla creazione di valore determinato dalla capacità di generare flussi di cassa attraverso la gestione.

Questo metodo può essere anche applicato oltre che con i flussi di cassa anche con grandezze di tipo economico reddituale.

Il metodo dei flussi di cassa, anche noto come Discounted Cash Flow (DCF), è un metodo di valutazione utilizzato per stimare il valore di un'azienda sulla base dei suoi flussi di cassa futuri. L'analisi dei flussi di cassa cerca di determinare il valore di un'azienda oggi, basandosi sulle proiezioni future dei flussi di cassa.

Tale metodo per le peculiarità individuate nel presente elaborato non risulta essere adeguato.

I metodi che utilizzano i multipli

La valutazione d'azienda con il metodo dei multipli è basata sull'analisi dei prezzi di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore o società con transazioni comparabili), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow.

In altri termini questo metodo si basa sul confronto con imprese che sono state comprate o vendute ed in base alle loro caratteristiche ed al settore di appartenenza vengono definiti i multipli.

Questo metodo di valutazione, è utilizzato sia come metodo di valutazione principale che come metodo di controllo della valutazione d'azienda quando si utilizzano altri metodi di valutazione come metodi principali.

Il meccanismo di base di questo metodo di valutazione d'azienda è quello di moltiplicare ad esempio una grandezza economica (solitamente e con una grande diffusione, i ricavi, l'Ebitda o l'Ebit) della società che ci interessa per un multiplo di una società comparabile o di un gruppo di società comparabili.

Procedendo in tal modo si ottiene il valore economico complessivo dell'impresa (cosiddetto Enterprise value) quindi ad esempio se vogliamo conoscere il valore dell'impresa per gli azionisti, sarà necessario togliere l'indebitamento finanziario.

Nella tecnica professionale, quando si utilizza il metodo dei multipli per la valutazione d'azienda vi sono due tipologie di approcci, quello Asset side e quello Equity side.

Con l'approccio secondo la logica Asset side si stima il valore dell'Equity in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta (indebitamento).

Con la logica Equity side si stima invece il valore dell'Equity in modo diretto, indipendentemente quindi dalla posizione finanziaria netta.

Il metodo dell'EBIT / EBITDA

L'EBIT si ottiene rielaborando le voci di conto economico nel seguente modo: $EBIT = \text{Valore della Produzione} - \text{Costo del venduto} - \text{Costi operativi} - \text{Costi non monetari (Ammortamenti, Svalutazioni, Accantonamenti)}$.

Un'altra grandezza chiave legata all'EBIT è EBITDA che rappresenta il risultato (rispetto all'EBIT) prima di ammortamenti e svalutazioni e in questo modo si lega ai flussi di cassa non essendo influenzato da grandezze stimate o relative ad altri esercizi quali ammortamenti e svalutazioni ma grandezze che esprimono nell'esercizio la corrispondente movimentazione finanziaria.

$EBITDA = \text{Valore della Produzione} - \text{Costo del venduto} - \text{Costi operativi}$.

Ebitda o “margine operativo lordo”, ottenibile dalla differenza tra il valore della produzione e il costo della produzione del conto economico ai quali vanno aggiunti ammortamenti e svalutazioni. E' uno dei principali indicatori dimensionali e di successo dell'impresa. Assieme al fatturato inquadra il posizionamento dell'azienda nel mercato.

Entrambi sono indicatori di redditività, ma l'indice EBIT definisce il risultato delle operazioni in base alla competenza, mentre l'EBITDA è il risultato delle operazioni sulla base dei flussi di cassa.

L'EBITDA non dovrebbe allontanarsi da almeno il 10% del fatturato. Il fatto di includere gli ammortamenti nel calcolo dell'indice EBIT, questo può portare a risultati non veritieri nel caso in cui vengono confrontate società appartenenti a settori diversi.

Infatti se una società ha un una quantità elevata di attività fisse rispetto ad un'altra, queste aumentano notevolmente il valore degli ammortamenti, riducendo il reddito netto della società che ha un numero maggiore di immobilizzazioni.

Bisogna anche considerare che le aziende che hanno un debito elevato dovranno di conseguenza pagare un ammontare elevato di interessi passivi; siccome l'indice EBIT esclude dal calcolo tali valori, c'è il rischio di sovrastimare i guadagni potenziali delle società prese in analisi.

Il debito è quindi un fattore da tenere in considerazione anche per quanto riguarda i tassi in aumento che di conseguenza aumentano gli interessi passivi portando ad una riduzione dei profitti aziendali.

Nel nostro caso gli ammortamenti e le svalutazioni non sono rilevanti e per questo motivo la scelta non porta a grandi differenze in termini di valore come vedremo in seguito. Queste due grandezze sono le prime che vengono richieste sia in una trattativa di vendita dell'azienda sia dagli istituti di credito quando vogliono valutare la finanziabilità della stessa.

In particolare la Valutazione con il metodo dei multipli dell'EBIT/EBITDA si valuta spesso in modo speditivo un intervallo entro il quale il valore dell'azienda si colloca.

Quando si valuta la società con il metodo del multiplo dell'EBIT o EBITDA, l'utile netto medio prima degli interessi e delle imposte (EBIT) e aggiunti ammortamenti e svalutazioni (EBITDA) degli ultimi anni viene moltiplicato per il multiplo dell'EBIT /EBITDA.

Beta

Metodo per la scelta del Beta

Average Unlevered Beta

Average Levered Beta

Total Unlevered Beta

Total Levered Beta

Beta Calcolato

Tasso di capitalizzazione (i)

Metodo per il calcolo del tasso

$Ke = rf + \text{Beta} * (rm - rf)$

$wacc = E/(E+D)*Ke + D/(E+D)*Kd*(1-t)$

rf (risk free)

rm (rischio atteso di mercato)

D (valore corrente Debt)

E (valore corrente Equity)

t (aliquota fiscale imp. Dirette)

Kd (costo capitale di terzi)

Tasso di capitalizzazione calcolato

Tasso di attualizzazione (i')

Tasso risk free (rf)

Maggiorazione per invest. azionario

Tasso attualizzazione calcolato

Dati per il metodo dei multipli

Posizione Finanziaria Netta (PFN) da dati contabili

Posizione Finanziaria Netta

Multiplo per il settore indicato

Multiplo dell'EBIT

Multiplo per il settore indicato

Multipli dell'EBITDA

Il Beta

Per il settore in cui opera [REDACTED] il Beta atteso deriva da quello più vicino tra le 95 sottocategorie (nel nostro caso Servizi di telefonia) dei principali Settori economici che rilevano le 83 principali aziende di riferimento.

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Average Unlevered Beta</i>	<i>Average Levered Beta</i>	<i>Average correlation with the market</i>	<i>Total Unlevered Beta</i>	<i>Total Levered Beta</i>
[REDACTED]	83	0,52	0,88	24,13%	2,17	3,66

Il beta è una misura della volatilità di un'azione data dal rapporto della volatilità del mercato. Un risultato superiore a 1 indica che il valore è più volatile del mercato - inferiore a 1, meno volatile. La maggior parte dei beta si trova tra 0,5 e 1,5. Il beta è una misura rilevante della volatilità. Per avere un riferimento di mercato importante [REDACTED] possiede un beta di 0.77.

Tale grandezza è fondamentale per l'analisi finanziaria.

Altre grandezze fondamentali sono il tasso di rendimento in assenza o presenza di rischio.

I valori dei moltiplicatori nelle valutazioni con i multipli.

Ottenuto un valore finale o un valore medio normalizzato di EBIT o EBITDA, in questo lavoro il valore della media ponderata degli ultimi 5 esercizi, si fa una semplice moltiplicazione.

In sostanza, come vedremo nel calcolo riferito alla [REDACTED] riclassificati i dati, fatte le opportune correzioni e trovata la media dell'EBIT si moltiplica per un numero come sotto specificato.

Tale metodo ha il vantaggio di poter valutare omogeneamente realtà ad indebitamento e fiscalità differente visto che si tratta di utili prima degli interessi e delle imposte.

Nella valutazione delle società più piccole (fonte [REDACTED]) del settore telefonia, con un fatturato fino a 20 milioni, i multipli presi in considerazione vanno da 4 e 10. Un multiplo di 6 o superiore significa che la società è molto interessante e ben strutturata.

Nelle società non quotate spesso viene usata una percentuale di abbattimento del valore finale dell'EBITDA dal 40% al 50%.

Nel nostro caso il moltiplicatore da preferire, vista la scarsa dotazione di capitali richiesti, vista la dimensione dell'azienda e la sua ristretta base sociale e l'assoluta centralità del socio di riferimento farebbe propendere per valori mediani o più bassi rispetto alla media del mercato della telefonia privilegiando una scelta prudente.

La sensitività delle grandezze chiave, diverse in base al metodo scelto rendono delicatissima ogni rettifica ed ogni decisione in merito profilo prudente o più aggressivo da adottare.

Il metodo presuntivo dell'agenzia delle entrate per calcolare l'avviamento.

In sede di accertamento fiscale, invece, all'amministrazione finanziaria è consentito valutare l'avviamento attraverso l'uso del metodo previsto dall'articolo 2, comma 4, DPR 460/1996, benché abrogato dal DL

218/1997, costruito “sulla base degli elementi desunti dagli studi di settore o, in difetto, sulla base della percentuale di redditività applicata alla media dei ricavi accertati o, in mancanza, dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi d’imposta anteriori a quello in cui è intervenuto il trasferimento, moltiplicata per 3” (cfr. circolare n. 10/93/13876 del 5 aprile 1993, e nota interna delle Entrate n. 52 del 25 luglio 2003).

Si tratta di un procedimento matematico molto simile ai multipli ritenuto legittimo dalla giurisprudenza salvo la dimostrazione della prova contraria.

Tale metodo “rimane valido sul piano indicativo per quanto riguarda i parametri di riferimento lasciando al contribuente l’onere di dimostrare, ove lo ritenga, applicando parametri diversi da quelli previsti dal Decreto del Presidente della Repubblica n. 460 citato, un valore di avviamento inferiore a quello indicato. In tal modo si determina un valore minimo di avviamento, in funzione dell’accertamento con adesione, sicché la loro applicazione integra un indizio a favore dell’Amministrazione (Cass. n. 9098 del 2017). In linea di principio, l’utilizzo da parte dell’Ufficio accertatore di tale approccio metodologico è legittimo e, peraltro, i criteri ivi fissati per la determinazione del valore di avviamento di un’azienda “non sono obbligatori e vincolati per l’amministrazione finanziaria, la quale può adottare criteri diversi se ritenuti più congrui, alla sola condizione che dia conto della maggiore affidabilità del criterio prescelto” (Cass. n. 4931 del 2012 e n. 15396 del 2021).

Secondo l’art. 2, comma 4, DPR 460/1996 il valore di avviamento si calcola sulla base della percentuale di redditività applicata alla media dei ricavi accertati o dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi d’imposta anteriori a quello in cui è intervenuto il trasferimento, moltiplicata per 3. Il moltiplicatore è ridotto a 2 nel caso in cui emergano elementi validamente documentati e, comunque, nel caso in cui sussistano almeno una delle seguenti circostanze: a) l’attività sia stata iniziata entro i tre periodi d’imposta precedenti al trasferimento; b) l’attività non sia stata esercitata, nell’ultimo periodo precedente a quello in cui è intervenuto il trasferimento, per almeno la metà del normale periodo di svolgimento.

4.2 La scelta del metodo di valutazione

La società analizzata ha delle specificità molto accentuate come abbiamo visto nelle precedenti pagine di questo elaborato.

La società qui analizzata presenta infatti importanti peculiarità che rendono complicata la valutazione delle quote.

La prima peculiarità è il mercato in cui la società si muove.

Il mercato in cui opera è un mercato definito dagli economisti mercato Oligopolistico per quanto riguarda i gestori o più semplicemente le compagnie telefoniche.

“I mercati di beni e servizi hanno un numero variabile di venditori che va da uno (monopolio) all’infinito (concorrenza perfetta). L’oligopolio si trova a metà strada. In pratica, le industrie con un numero di attori principali compreso tra due (duopolio) e sei sono considerate in concorrenza oligopolistica. Esempi di oligopolio sono i mercati delle reti di telefonia mobile (in Europa: [REDACTED]), il mercato dei grandi aerei passeggeri ([REDACTED]) e il mercato delle bibite gassate ([REDACTED]).”

Il mercato in cui si muove [REDACTED] dal punto di vista dell’offerta è quindi un mercato oligopolistico.

Gli operatori che intermediano i prodotti normalmente fanno fatica a distinguersi e riuscire a creare una vera e propria catena di valore.

Non c’è quindi una perfetta sostituibilità all’interno delle aziende che operano nel settore dell’intermediazione e distribuzione dei fattori che generano l’avviamento quali: la rete degli agenti, la rete dei consulenti e gli accordi scritti o verbali che portano al tavolo dell’azienda il cliente o i gruppi di utenti finali i quali invece vista la vastità della “Domanda” non possono influire sul prezzo dei servizi richiesti ma devono sottostare alle diverse offerte.

La seconda peculiarità è la centralità del socio di maggioranza ed amministratore nella catena di creazione del valore, in parole povere la società ha la capacità di generare utili grazie all’apporto insostituibile dell’amministratore.

E’ una società a ristretta base sociale e in particolare il socio di riferimento detiene il 70%, lo stesso socio è il portatore delle conoscenze fondamentali del settore e questo rende la società dipendente simbioticamente dal suo amministratore.

E’ come un unico ristorante posizionato su una spiaggia di difficile accesso che crea una importante rendita di posizione. La complessità del mercato delle utilities e in particolare quello della telefonia, spesso definita giungla, la difficoltà di essere operatore affidabile e con canali sicuri informativi rende la [REDACTED] un’azienda caratterizzata dall’”INTUITU PERSONAE” e quindi l’avviamento slegato dalla presenza di [REDACTED] si gonfia e la rende una scatola vuota.

La stessa solidità patrimoniale non essendoci una struttura sotto forma di immobilizzazioni rende la società fortemente dipendente dalla presenza del suo socio di maggioranza.

Per la stima del valore della quota della Società al 31/12/2023, il sottoscritto ritiene opportuno applicare i metodi dei multipli degli EBIT e dell’EBITDA questo per il fatto che la tipologia di soggetto analizzato si discosta dalla tipologia di società che per effetto di una struttura articolata, rete agenti ben definita e presenza

di un organigramma incentrato sulla divisione del lavoro e sulla sostituibilità delle singole risorse umane la rende soggetto indipendente dai soci e dalle attrezzature che la compongono.

Visto che gli ammortamenti hanno una scarsa rilevanza il risultato è molto vicino in entrambi i casi i due metodi non sono inficiati dalle politiche di investimento in beni durevoli.

Viene inoltre introdotto il correttivo della riduzione tra il 40% e il 50% che si usa per le aziende non quotate e a maggior ragione per quelle a ristretta base sociale.

Rimanendo nei metodi più semplici e diretti vediamo perché scartare il patrimoniale semplice o quello finanziario puro.

Se l'azienda ha una struttura che rende i singoli componenti sostituibili e non ha una forte concentrazione su poche teste, tale azienda è trasferibile e con essa tutto il know how e la capacità di generare utili si trasferiscono al nuovo acquirente. Il metodo più semplice di valutazione, il metodo **patrimoniale semplice**, in questo caso non è utilizzabile in quanto è utilizzabile per le aziende che non presentano spiccate peculiarità e che inoltre indipendentemente da chi la conduce producono sempre i risultati attesi.

La valutazione di una società con il **Metodo dell'Ebitda o Ebit** è molto diffusa e sarà anche alla base della presente valutazione.

Il metodo ideale per questa società abbiamo visto essere quello dei **multipli** verificati con un patrimoniale misto e un metodo di prassi quale quello utilizzato dall'agenzia delle entrate.

5. DATI DI RIFERIMENTO

5.1 Il bilancio ufficiale 2023 e quelli antecedenti al 31/12/2023

La valutazione viene eseguita sulla base del bilancio al 31/12/2023, approvato verificato attraverso il bilancio contabile e le schede contabili raffrontato con i precedenti bilanci ufficiali e i relativi bilanci contabili.

Di seguito vengono esposti i dati principali dei precedenti quattro bilanci depositati espressi in unità di euro:

Bilancio di esercizio al 31-12-2023

Stato patrimoniale

	31-12-2023	31-12-2022
Stato patrimoniale		
Attivo		

A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	7.500	7.500
B) Immobilizzazioni		
I - Immobilizzazioni immateriali	0	0
II - Immobilizzazioni materiali	2.187	1.039
III - Immobilizzazioni finanziarie	0	0
Totale immobilizzazioni (B)	2.187	1.039
C) Attivo circolante		
II - Crediti		
esigibili entro l'esercizio successivo	356.086	324.872
Totale crediti	356.086	324.872
IV - Disponibilità liquide	49.519	30.308
Totale attivo circolante (C)	404.605	355.178
D) Ratei e risconti	429	0
Totale attivo	414.721	363.717
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale	10.000	10.000
IV - Riserva legale	2.000	2.000
VI - Altre riserve	8.742	8.741
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	(12.268)	88.719
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	45.507	(100.937)
Totale patrimonio netto	53.981	8.473
B) Fondi per rischi e oneri	2.142	0
D) Debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	357.956	351.261
esigibili oltre l'esercizio successivo	642	3.983
Totale debiti	358.598	355.244
Totale passivo	414.721	363.717

Conto economico

	31-12-2023	31-12-2022
Conto economico		
A) Valore della produzione		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.609.473	1.436.327
5) altri ricavi e proventi		
Altri	83	(1)
Totale altri ricavi e proventi	83	(1)
Totale valore della produzione	1.609.556	1.436.326
B) Costi della produzione		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	261	105
7) per servizi	1.522.153	1.524.029
8) per godimento di beni di terzi	6.353	120
10) ammortamenti e svalutazioni		
a), b), c) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	297	92
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	297	92
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	1.361	0
Totale ammortamenti e svalutazioni	1.658	92
14) oneri diversi di gestione	24.001	9.721
Totale costi della produzione	1.554.426	1.534.067
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	55.130	(97.741)
C) Proventi e oneri finanziari		
17) interessi e altri oneri finanziari		
Altri	6.086	3.246
Totale interessi e altri oneri finanziari	6.086	3.246
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	(6.086)	(3.246)
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	49.044	(100.987)
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
imposte correnti	3.537	0
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	3.537	0
21) Utile (perdita) dell'esercizio	45.507	(100.987)

Lo stato patrimoniale esprime i valori finanziari e il capitale essendo portatore di informazioni che viaggiano nel tempo a partire dalla costituzione e dalle successive variazioni.

Lo stato patrimoniale esprime due grandezze fondamentali per l'analisi e la valutazione che sono il Patrimonio netto e la Posizione finanziaria netta.

Il conto economico è il dettaglio analitico dell'utile d'esercizio ed è la misura dell'efficienza aziendale.

Il bilancio dell'██████████ non presenta grandi inquinamenti di natura fiscale visto che l'utile civile non si discosta in maniera rilevante da quello fiscale.

Non presenta nemmeno valori vetusti temporalmente o economicamente visto che le immobilizzazioni e le poste finanziarie sono o poco rilevanti o veloci nella rotazione.

Non si vedono incagli o investimenti di lungo periodo, la società viaggia con un andamento ordinario e corrente tale da essere adatto a far girare tutto il motore aziendale.

Il bilancio ufficiale sopra rappresentato confronta ed espone gli esercizi 2023 e 2022 mentre quello sotto indicato espone i valori degli esercizi 2021 e 2020.

Le principali informazioni economico finanziarie le traiamo proprio da questi valori comparati.

Bilancio di esercizio al 31-12-2021

Stato patrimoniale

	31-12-2021	31-12-2020
Stato patrimoniale		
Attivo		
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	7.500	7.500
B) Immobilizzazioni		
I - Immobilizzazioni immateriali	0	355
II - Immobilizzazioni materiali	0	0
III - Immobilizzazioni finanziarie	0	0
Totale immobilizzazioni (B)	0	355
C) Attivo circolante		
II - Crediti		
esigibili entro l'esercizio successivo	407.222	348.864
Totale crediti	407.222	348.864
IV - Disponibilità liquid	40.864	97.940
Totale attivo circolante (C)	448.086	446.804
D) Ratei e risconti	92	108
Totale attivo	455.678	454.767
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale	10.000	10.000
IV - Riserva legale	2.000	263
VI - Altre riserve	8.741	4.992
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	104.213	0
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	(15.494)	109.698
Totale patrimonio netto	109.460	124.953
D) Debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	340.573	326.484
esigibili oltre l'esercizio successivo	5.645	3.330
Totale debiti	346.218	329.814
Totale passivo	455.678	454.767

Conto economico

	31-12-2021	31-12-2020
Conto economico		
A) Valore della produzione		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.572.100	1.401.787
5) altri ricavi e proventi		
Altri	1.975	5
Totale altri ricavi e proventi	1.975	5
Totale valore della produzione	1.574.075	1.401.792
B) Costi della produzione		
7) per servizi	1.582.369	1.232.787
8) per godimento di beni di terzi	0	12.480
10) ammortamenti e svalutazioni		
a), b), c) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni		355
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	355	355
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	1.575	1.560
Totale ammortamenti e svalutazioni	1.930	1.915
14) oneri diversi di gestione	2.750	1.116
Totale costi della produzione	1.587.049	1.248.298
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	(12.974)	153.494
C) Proventi e oneri finanziari		
17) interessi e altri oneri finanziari		
Altri	2.520	301
Totale interessi e altri oneri finanziari	2.520	301
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	(2.520)	(301)
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	(15.494)	153.193
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
Imposte correnti	0	43.495
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	0	43.495
21) Utile (perdita) dell'esercizio	(15.494)	109.698

Come si può vedere la caratteristica comune è la irrilevanza delle poste immobilizzate e l'importanza della gestione corrente sia nel lato finanziario capitale corrente che nel lato economico utile generato dalla gestione ordinaria.

E' una società che viaggia senza la necessità di importanti investimenti ma con la preponderante capacità dell'amministratore e socio di riferimento di chiudere trattative e sfruttare le profonde conoscenze del complicato mercato della telefonia e delle comunicazioni.

Per completezza il bilancio 2019 nella sua parte economica chiude con un valore della produzione di 358.804 mila e con un utile finale di 5.053, anche in questo caso le immobilizzazioni e gli investimenti durevoli non sono rilevanti.

Conto Economico
31-12-2019 31-12-2018

Conto economico		
A) Valore della produzione		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	358.804	10.106
5) altri ricavi e proventi		
Altri	253	0
Totale altri ricavi e proventi	253	0
Totale valore della produzione	359.057	10.106
B) Costi della produzione		
7) per servizi	345.638	9.404
9) per il personale		
b) oneri sociali	0	115
Totale costi per il personale	0	115
10) ammortamenti e svalutazioni		
a), b), c) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	355	355
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	355	355
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	1.255	0
Totale ammortamenti e svalutazioni	1.610	355
14) oneri diversi di gestione	4.020	144
Totale costi della produzione	351.268	10.018
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	7.789	88
C) Proventi e oneri finanziari		
17) interessi e altri oneri finanziari		
Altri	56	380
Totale interessi e altri oneri finanziari	56	380
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	(56)	(380)
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	7.733	(292)
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
imposte correnti	2.680	63
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	2.680	63
21) Utile (perdita) dell'esercizio	5.053	(355)

I bilanci contabili evidenziano un patrimonio netto contabile al 31/12/2023 di euro 53.981 e un utile finale di euro 45.507.

Nella presente valutazione utilizziamo i 5 anni dal 2019 al 2023, l'utile medio contabile dei 5 anni è pari ad euro 8.755 come sotto rappresentato:

Risultato ante imposte	7.733	153.193	-15.494	-100.987	49.044
Imposte	2.680	43.495			3.537
Risultato Netto	5.053	109.698	-15.494	-100.987	45.507

$\Sigma (5.053, 109.698, -15.494, -100.987, 45.507) = 43.777$ euro e la media è $43.777 / 5 = 8.755$ euro

Pesano nella media gli anni 2021 e 2022 in perdita tra l'altro proprio i due anni successivi all'anno dell'inizio della pandemia.

6. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

6.1 Conferma o rettifica dei valori contabili

Il metodo patrimoniale preso a confronto, fa riferimento alla valutazione degli elementi patrimoniali iscritti nell'attivo e nel passivo dello stato patrimoniale dell'esercizio 31/12/2023, a cui in questo caso deve essere aggiunto il valore dell'avviamento.

Si vedrà che in questo caso l'avviamento inteso come capacità intrinseca di generare reddito è valorizzabile nella fattispecie grazie alle doverose rettifiche operate in modo da adeguare i valori di bilancio alla realtà effettiva e per dare conto dell'apporto dell'amministratore nella creazione della ricchezza.

Gli ultimi cinque esercizi, rettificati, manifestano un utile medio ponderato di euro 46.607 contro un utile medio contabile degli ultimi 5 anni di euro 8.755, il perché e il come si arriva a questa forbice di valore è esplicitato nelle pagine successive.

Come la dottrina insegna la rivalutazione degli elementi contabili differisce in relazione al fatto che ci si riferisca a elementi attivi o passivi. I primi devono essere rivalutati a valori correnti di riacquisto sul mercato o, nell'ipotesi in cui gli elementi in questione non siano negoziabili sui mercati attivi, al valore di riproduzione. I secondi devono essere valutati a valori correnti di rinegoziazione.

Il capitale netto rettificato, che costituisce il risultato della stima analizzata, scaturisce dalla somma

algebrica dei singoli elementi attivi e passivi espressi al loro valore corrente di sostituzione, come sopra esposto.

La formula del metodo patrimoniale è espressa come segue:

$W = K$ patrimoniale semplice senza avviamento.

dove:

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato

Aggiungendo l'avviamento A abbiamo il valore finale.

$W = K + A$

Le rettifiche a cui si è fatto riferimento scaturiscono dal confronto tra il valore corrente di sostituzione di un elemento e il suo corrispondente valore di libro.

Partendo dal capitale netto contabile, si effettuano le rettifiche in aumento o in diminuzione. Nella riespressione a valori correnti di sostituzione possono emergere alcune differenze tra questi valori e quelli di libro.

Si ribadisce che quanto diversamente indicato dal sottoscritto non sia frutto di un disconoscimento dei valori contabili ma del confronto degli stessi con quelli realizzabili nei tempi economici magari anche integrando i valori contabili con ulteriori spese o riducendole ove esse possano essere assorbite da un maggior utile.

Con riferimento agli elementi attivi del capitale, quando il valore corrente di sostituzione è maggiore di quello di libro, si è di fronte ad aumenti di attività che determinano rettifiche positive o plusvalenze. Nel caso, invece, in cui il valore corrente sia inferiore al valore di libro, si è di fronte a diminuzioni di attività che originano rettifiche negative o minusvalenze.

Con riferimento agli elementi passivi del capitale, quando il valore corrente di sostituzione è inferiore al valore di libro, si hanno diminuzioni di passività che configurano rettifiche positive o plusvalenze. Diversamente, quando il valore corrente risulta maggiore del valore di libro, si hanno aumenti di attività che producono rettifiche attive o plusvalenze.

Il sottoscritto procederà ora ad analizzare le principali poste di bilancio indicando i criteri e le motivazioni che hanno portato a ravvisare l'opportunità o meno di procedere a rettifiche dei valori espressi nei bilanci.

Il bilancio esprime bene i fatti essenziali anche se a mio avviso vanno apportate quelle rettifiche sopra descritte.

In particolare si sottolinea che le immobilizzazioni immateriali sono alla data di riferimento totalmente ammortizzate secondo corretti principi contabili e si tratta per la precisione dei soli costi notarili d'impianto.

Non ci sono immobilizzazioni materiali.

Non ci sono poste immobilizzate nei crediti e tali da costituire immobilizzazioni finanziarie

Le rettifiche necessarie interesseranno una riduzione dei fornitori per pareggiare le rettifiche operate con l'ipotesi di key man per 12 mila euro e di 50 mila sul margine lordo quale maggior valore di fatturazione da considerare compenso amministratore diversamente erogato.

6.1.1 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le immobilizzazioni immateriali non sono mai rilevanti negli anni analizzati, non c'è un avviamento iscritto contabilmente non essendo stati fatti investimenti in aziende concorrenti.

Non si segnalano beni immateriali iscrivibili quindi valore ai fini della valutazione è dato dal solo avviamento calcolato nella presente stima.

6.1.2 LE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Non ci sono immobilizzazioni materiali.

6.1.3 LE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Non si sono rilevate situazioni tra i crediti da far propendere per l'appostazione tra le immobilizzazioni finanziarie.

6.1.4 CREDITI

Si tratta di crediti commerciali regolarmente incassati e per cui non si segnalano anomalie o sofferenze e quindi non si prevedono rettifiche.

6.1.5 DEBITI VERSO FORNITORI

Sono valutati al valore esposto nel bilancio regolarmente approvato del 31/12/2023 a cui si operano gli storni di 50 mila e 12 mila sopraesposti.

6.1.6 DEBITI VERSO ISTITUTI DI CREDITO, TRIBUTARI ED ISTITUTI DI PREVIDENZA

Sono valutati al valore esposto nel bilancio regolarmente approvato del 31/12/2023 con la rettifica delle imposte teoriche.

6.1.8 TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO

Non è iscritto alcun TFR o TFM relativo all'amministratore.

6.2 CAPITALE NETTO

Il capitale netto da prendere come valore ultimo presenta solitamente un'importante criticità da considerare in sede di stima del capitale netto rettificato: la cosiddetta fiscalità latente. Nel nostro caso visto che la stima si attesta al di sotto del Patrimonio Netto contabile ed addirittura sotto il valore del capitale sociale non vediamo effetti di fiscalità latente passiva.

Il capitale netto rettificato emerge sommando algebricamente, al capitale netto contabile, le rettifiche positive o negative ottenute in sede di riespressione a valori correnti di sostituzione dei singoli elementi patrimoniali. Nel caso di una valutazione patrimoniale dell'azienda non ci sarebbero particolari rettifiche da fare al fine del calcolo del patrimonio netto contabile e per questo motivo il PN al 31 dicembre 2023 ben rappresenta il valore reale del capitale netto.

	31/12/2023		
	Valore Contabile	Debiti crediti Latenti	Valore corrente
ATTIVO			
Immobilizzazioni	2.187		2.187
Crediti vs Soci vers. Dovuti	7.500		7.500
Crediti commerciali	356.086		356.086
Altri crediti e att. circolanti	1	-	1
Ratei e Risconti	429		429
Liquidità	48.519		48.519
Attivo circolante	412.534		412.534
TOTALE ATTIVO	414.721	-	414.721
	0	-	-
PASSIVO			
Fondi rischi	2.142		2.142
TFR	-		-
Finanz. Bancari a MI	-		-
Finanz. Soci	-		-
Altri Debiti a MI	642		642
Debiti MI termine	2.784		2.784
Fornitori	357.956		357.956
Banche	-		-
Banche	-		-
Erario ed enti	-		-
Altri debiti a Bt	-		-
Ratei e risconti	-		-
Deb. breve term.	357.956		357.956
TOTALE PASSIVO	360.740		360.740

Il valore contabile della società esprime correttamente con il suo valore del patrimonio netto il valore del capitale netto che risulta pari a euro 53.981.

Nella necessità di calcolare i corretti valori di EBIT e EBITDA le modifiche apportate alle voci Fornitori e debiti vs Enti Finanziari si ricalcola lo stato patrimoniale come segue.

La valutazione fatta per adeguare il valore dell'EBITDA ad una realtà che tenga conto della presenza di un socio/ consulente a partita iva ha comportato alcune rettifiche sia economiche che patrimoniali ai bilanci fin qui analizzati e porta ai valori sono qui sotto esposti.

Di seguito vengono esposti i dati sintetici economico patrimoniali che come si può vedere hanno valori diversi sia patrimoniali che economici per effetto delle rettifiche sotto esposte.

Stato patrimoniale	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
ATTIVO					
Immobilizzazioni	710	355		1.039	2.187
Crediti vs Soci vers. Dovuti	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
Crediti commerciali	391.072	348.864	407.222	324.872	356.086
Altri crediti e att. circolanti					
Ratei e Risconti	92	108	92		429
Liquidità	17.500	97.940	40.864	30.306	48.519
Attivo circolante	416.164	454.412	455.678	362.678	412.534
TOTALE ATTIVO	416.874	454.767	455.678	363.717	414.721
PASSIVO					
Capitale sociale	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Riserva Legale	10	263	2.000	2.000	2.000
Altre riserve	192	4.992	8.741	8.741	8.742
Risultati a nuovo			104.213	88.719	-12.268
Risultato d'esercizio	41.568	146.299	24.844	-50.987	71.312
Patrimonio Netto	51.770	161.554	149.798	58.473	79.786
Fondi rischi					2.142
TFR	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
Finanz. Bancari a MI					
Finanz. Soci					
Altri Debiti a MI	3.330	3.330	5.645	3.983	642
Debiti MI termine	15.330	15.330	17.645	15.983	14.784
Fornitori	398.289	326.484	340.573	351.261	357.956
Rettifica Fornitori	-62.000	-62.000	-62.000	-62.000	-62.000
Banche					
Erario ed enti					
Imposte post rettifica	13.485	13.399	9.662		24.195
Ratei e risconti					
Deb. breve term.	349.774	277.883	288.235	289.261	320.151

TOTALE PASSIVO	416.874	454.767	455.678	363.717	414.721
-----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Tale valore ha un senso economico solo se rapportato alla scelta fatta per la tipologia di valutazione. Lo stato patrimoniale rielaborato con le rettifiche a pareggio del conto economico rielaborato genera un patrimonio netto di euro 79.786.

Le rettifiche alzano l'utile e quindi generano imposte virtuali che consideriamo solo nel loro aspetto meramente finanziario e non nel diventare imposte anticipate o differite in quanto l'oggetto della presente valutazione non lo richiede.

Si noterà l'insorgere di una rettifica di debito per bilanciare la rettifica dei costi ante EBITDA sui compensi erogati dalla società alla partita individuale di [REDACTED] tale rettifica lorda assieme all'accantonamento per il rischio accentrato amministratore comporta un abbassamento dei debiti a breve.

All'insorgere di imposte "teoriche" calcolate sull'incidenza media aziendale nasce il relativo accantonamento.

6.3 AVVIAMENTO E DIVERSE IPOTESI DI VALUTAZIONE

In questo paragrafo i calcoli dell'avviamento secondo il metodo prescelto EBIT/EBITDA confrontato con il patrimoniale misto e con il metodo empirico dell'agenzia delle Entrate.

La scelta del metodo dipende dalle specificità della società valutata.

Non possono essere adottati quei metodi Redditali puri o Finanziari puri che valorizzino la capacità di generare indefinitamente valore grazie ad una struttura che cresce e si autoalimenta a prescindere dagli amministratori e dai soci protempore.

Il metodo patrimoniale puro senza rettifiche avrebbe visto avviamento zero e patrimonio euro 53.981 mentre tenendo conto delle rettifiche un valore pari a euro 79.786 che comunque sottostimano il valore dell'azienda.

Anche il principale metodo finanziario senza rettifiche darebbe un valore 308.000 ma con delle ipotesi di partenza non soddisfatte e non applicabili a questo caso, si veda il tema del valore con i metodi finanziari in presenza di impresa ad intuito personae.

L'avviamento è la misura della capacità presente della società di generare maggiori redditi futuri rispetto ad una nuova società o ad una società concorrente.

Per ottenere l'avviamento è stato riclassificato e rettificato anche il conto economico degli ultimi 5 esercizi.

Conto Economico	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Ricavi	358.80	1.401.78	1.572.10	1.436.32	1.609.47
	4	7	0	7	3
Acquisti	345.63	1.232.78	1.582.36	1.524.02	1.522.15
	8	7	9	9	3
+ Rimanenze Finali					
- Rimanenze iniziali					
Consumi	345.63	1.232.78	1.582.36	1.524.02	1.522.15
	8	7	9	9	3
Margine di prodotto	13.166	169.000	-10.269	-87.702	87.320
Costi Variabili				105	261
Margine di contribuzione	13.166	169.000	-10.269	-87.807	87.059
Personale diretto di produzione					
Margine di contr. Netto MOD	13.166	169.000	-10.269	-87.807	87.059
Costi Fissi		12.480		120	6.353
Salari					
Stipendi					
Oneri diversi di gestione	4.020	1.116	2.750	9.721	24.001
Acc. TFR					
Contributi c/esercizio					
EBITDA	9.146	155.404	-13.019	-97.648	56.705
Ammortamenti	355	355	355	92	297
Accantonamenti					
Svalutazioni	1.255	1.560	1.575		1.361
Rivalutazioni					
EBIT	7.536	153.489	-14.949	-97.740	55.047
Interessi passivi	56	301	2.520	3.246	6.086
Proventi finanziari					
Risultato ante gestione straordinaria	7.480	153.188	-17.469	100.986	48.961
Proventi Straordinari	253	5	1.975	-1	83
Oneri Straordinari					
Risultato ante imposte	7.733	153.193	-15.494	100.987	49.044
Imposte	2.680	43.495			3.537
Risultato Netto	5.053	109.698	-15.494	100.987	45.507

Questa riclassificazione non prevede rettifiche e permette di calcolare i metodi di confronto.

Riprendiamo la tabella degli utili che ci darà l'avviamento per uno dei metodi di controllo.

Risultato ante imposte	7.733	153.193	-15.494	-100.987	49.044
Imposte	2.680	43.495			3.537
Risultato Netto	5.053	109.698	-15.494	-100.987	45.507

$\Sigma (5.053, 109.698, -15.494, -100.987, 45.507) = 43.777$ euro e la media è $43.777 / 5 = 8.755$ euro

L'utile contabile medio sarà la base del patrimoniale misto.

Con i valori non rettificati possiamo calcolare il metodo pratico utilizzato dall'agenzia delle entrate e avere il primo riferimento di riscontro e confronto.

Metodo empirico dell'Agenzia delle Entrate ai fini del calcolo dell'imposta di registro sul valore dell'azienda di cui abbiamo parlato ampiamente nella parte teorica dei metodi utilizzati.

Con questo metodo essendo negativa la media del triennio il risultato è un avviamento negativo (BAD WILL) devo quindi sviluppare una metodologia analoga utilizzando l'ultimo valore in luogo della media.

La formula è

Avviamento = Media Ricavi (3 anni prec) * Media Redditi/Media Ricavi (ultimo anno)*3.

Prendo gli ultimi tre anni ad esercizio intero quindi 2021, 2022 e 2023 ne faccio la sommatoria, il valore che emerge è 4.617.900,00 euro (sommatoria ricavi triennio), divido tale sommatoria per 3 e mi viene un valore di euro 1.539.300,00 euro in termini di media ricavi, essendo negativa la media dei redditi del triennio non rettificati prendo l'utile dell'ultimo esercizio e il fatturato dell'ultimo esercizio non rettificati da cui emerge un rapporto tra pari a euro 45.507 reddito ultimo anno diviso per i ricavi dell'ultimo anno che sono pari ad euro 1.609.473 e confrontati con il valore del reddito non rettificato dell'ultimo anno al numeratore ottengo un valore pari a 0,03 che rappresenta il coefficiente della redditività teorica data appunto da redditi /ricavi.

A questo punto calcolo il valore dato dalla formula "Media Ricavi (3 anni prec) * Redditi/ Ricavi (ultimo anno)" pari a euro 43.523 e infine lo vado a moltiplicare per il valore suggerito da ADE che è 3.

Il valore finale dell'avviamento con metodo agenzia entrate risulta essere euro 130.569,00.

A questo valore dell'avviamento devo sommare il valore del patrimonio netto contabile di euro 53.981,00 sempre non rettificato e il valore finale dell'azienda con questo metodo diventa euro 184.550,00.

Se lo moltiplico per il 70% diventa **129.185,00** euro il valore del pacchetto di maggioranza del 70% detenuto da ██████████

Interessante è l'utilizzo di tale metodo con i valori riclassificati che portano ad esprimere un valore Altro **confronto** interessante è con il metodo del **patrimoniale misto**.

Il valore sarà dato dal patrimonio di 53.981 euro a cui sarà sommato l'avviamento magari multiplo dell'ultimo utile o della media degli utili degli ultimi 5 anni 8.755 pari a euro 43.755 per un valore finale di euro 97.756 il cui 70% è euro 68.429. utilizzando come per il fisco un multiplo dell'ultimo utile per tre esercizi il valore finale sarebbe euro 53.981+ euro 136.521 pari a euro 190.502.

Il 70% di tale valore è euro 133.351,40.

Valutazione con metodo multipli.

Tale metodo a mio parere è quello più idoneo a rappresentare

Se utilizzo i dati contabili senza le ipotesi di ristrutturazione dell'azienda anche la media triennale (solitamente usata nella pratica per uso multipli EBIT e EBITDA) mi darà gli stessi valori.

ebit		ebitda
-57.642	sommatoria	53.962,00
-		-
11.528,40	valore medio	10.792,40
5	moltiplicatore	5
- 57.642,00	valore azienda	- 53.962,00
70%		70%
- 40.349,40	valore finale quote	- 37.773,40

Valori negativi! è come se l'investimento fosse tale da far ereditare a chi compera quote o azienda

Anche con questo metodo essendo negativa anche la media del triennio EBIT e EBITDA il risultato è un avviamento negativo (BAD WILL) devo quindi abbracciare le ipotesi di cambio business o estendere la media ai 5 anni.

Come sotto spiegato la rettifica sulla fatturazione è un modo indiretto per togliere in tutto o in parte i costi fatturati a ██████████ e inserire compenso amministratore TFM rimborsi e magari un assistente a busta paga.

Ottingo un risultato simile stornando 50 mila di costi (compenso lordo) e 12 mila (polizza e oneri previdenziali) dalle fatture della ditta individuale rettificando i compensi del dott. ██████████

Questa ipotesi operativa ha effetto sugli utili, sull'Ebit e sull'Ebitda migliorandoli.

Conto Economico	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Ricavi	358.80 4	1.401.78 7	1.572.10 0	1.436.32 7	1.609.47 3
Acquisti	345.63 8	1.232.78 7	1.582.36 9	1.524.02 9	1.522.15 3
+ Rimanenze Finali					
- Rimanenze iniziali					
	345.63 8	1.232.78 7	1.582.36 9	1.524.02 9	1.522.15 3
Consumi					
Margine di prodotto	13.166	169.000	-10.269	-87.702	87.320
Costi Variabili				105	261
Margine di contribuzione	13.166	169.000	-10.269	-87.807	87.059
Personale diretto di produzione					
Margine di contr. Netto MOD	13.166	169.000	-10.269	-87.807	87.059
Costi Fissi		12.480		120	6.353
Salari					
Storno Costi a virtualizzare Stipendi	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Oneri diversi di gestione	4.020	1.116	2.750	9.721	24.001
Acc. TFR					
Contributi c/esercizio					
EBITDA	59.146	205.404	36.981	-47.648	106.705
Ammortamenti	355	355	355	92	297
Accantonamenti					
Svalutazioni	1.255	1.560	1.575		1.361
Rivalutazioni					
EBIT	57.536	203.489	35.051	-47.740	105.047
Interessi passivi	56	301	2.520	3.246	6.086
Proventi finanziari					
Risultato ante gestione straordinaria	57.480	203.188	32.531	-50.986	98.961
Proventi Straordinari	253	5	1.975	-1	83
Oneri Straordinari					
Risultato ante imposte	57.733	203.193	34.506	-50.987	99.044
Imposte	16.165	56.894	9.662		27.732
Risultato Netto	41.568	146.299	24.844	-50.987	71.312

La musica cambia se abbraccio le ipotesi di cambio modalità operativa società con ridimensionamento attività ditta individuale e previsione compenso amministratore.

Ho preso 5 anni del bilancio riclassificato, ho fatto la media ponderata dell'EBITDA ho moltiplicato per il multiplo (5) trovando il valore dell'azienda con questo metodo e infine ne ho fatto il ragguglio al 70% e gli stessi parametri per EBITDA.

ebit		ebitda
92.358	sommatoria	96.038

30.786,00	valore medio	32012,66667
5	moltiplicatore	5
153.930,00	valore azienda	160.063,33
70%		70%
107.751,00	valore finale quote	112.044,33

In questo caso i valori sono positivi ma ancora inficiati da un triennio non standard.

Per avere un risultato più normalizzato questa volta prendo 5 anni e faccio la media.

Ho preso 5 anni del bilancio non rettificato, ho fatto la media ponderata dell'EBITDA ho moltiplicato per il multiplo (5) trovando il valore dell'azienda con questo metodo e infine ne ho fatto il ragguglio al 70% e gli stessi parametri per EBITDA.

Con i valori non riclassificati:

ebit		ebitda
103.383,00	sommatoria	110.588,00
20.676,60	valore medio	22.117,60
5	moltiplicatore	5
103.383,00	valore azienda	110.588,00
70%		70%
72.368,10	valore finale quote	77.411,60

Non è un risultato eclatante (il patrimonio contabile è euro 53.981) siamo circa al doppio del patrimonio ma si rileva comunque un valore dell'avviamento positivo ma certamente sottovalutato.

Viene inserita una rettifica che ho denominato stipendio implicito che va a stornare per ogni anno le fatture emesse dalla posizione individuale [REDACTED] alla società ipotizzando un prelievo implicito nelle fatture di 50 mila.

Altra rettifica questa volta sulla parte patrimoniale è un fondo prudenziale di 12 mila euro (valore medio di una polizza Key man a copertura della concentrazione funzioni sull'amministratore).

Dopo queste rettifiche si può calcolare sia l'utile sia l'EBIT che EBITDA e poi farne le medie e applicare i moltiplicatori.

Tale metodologia di valutazione è quella correntemente usata per valutare le quote indirettamente valutando il valore dell'azienda nella sua interezza.

ebit		ebitda
353.383,00	sommatoria	360.588,00
70.676,60	valore medio	72.117,60
5	moltiplicatore	5
353.383,00	valore azienda	360.588,00
70%		70%
247.368,10	valore finale quote	252.411,60

Questo risultato ha il pregio, con tutte le premesse fatte, di dare un valore che tiene conto sia della particolarità della azienda analizzata sia della scelta di anni e medie più normali e meno straordinarie. Viene inserita una rettifica che ho denominato stipendio implicito che va a stornare per ogni anno le fatture emesse dalla posizione individuale [REDACTED] alla società ipotizzando un prelievo implicito nelle fatture di 50 mila.

Altra rettifica questa volta sulla parte patrimoniale è un fondo prudenziale di 12 mila euro (valore medio di una polizza Key man a copertura della concentrazione funzioni sull'amministratore.

Dopo queste rettifiche si può calcolare sia l'utile sia l'EBIT che EBITDA e poi farne le medie e applicare i moltiplicatori.

Tale metodologia di valutazione è quella correntemente usata per valutare le quote indirettamente valutando il valore dell'azienda nella sua interezza

Nel dettaglio vediamo i due risultati ottenuti

Il metodo dell'EBIT

	Ebit
sommatoria 5 esercizi EBIT	353.383
valore medio EBIT	70.676,60
moltiplicatore	5
valore azienda	353.383,00
	70%
valore finale quote	247.368,10

Ho preso 5 anni del bilancio riclassificato, ho fatto la media ponderata dell'EBITDA ho moltiplicato per il multiplo (5) trovando il valore dell'azienda con questo metodo e infine ne ho fatto il ragguglio al 70%.

Il metodo dell'EBITDA

	Ebitda
sommatoria 5 esercizi EBITDA	360.588

valore medio EBITDA	72.117,60
moltiplicatore	5
valore azienda	360.588,00
	70%
valore finale quote	252.411,60

7.1 il risultato delle rettifiche sulle medie dei metodi visionati

L'effetto delle rettifiche adottate abbiamo visto da un senso anche alle due valutazioni comparative.

L'utile medio netto sale grazie alle rettifiche a pareggio del conto economico rielaborato che ha generato un utile finale medio di euro 46.607.

$\Sigma (41.568, 146.299, 24.844, -50.987, 71.312) = 233.036$ euro e la media è $233.036 / 5 = 46.607$ euro

Nella parte economica ho ipotizzato una rettifica che normalizzi il reddito in particolare negli anni in cui risulta una perdita, la società non distribuisce utili a [REDACTED] e non paga un compenso amministratore per questo seguendo i principi della dottrina ho ragionato su una rettifica a storno di parte della fatturazione per ricomporre un utile che possa essere distribuito o lasciato a capitalizzazione.

Per Ebit e Ebitda

EBIT

$\Sigma (57.536, 203.489, 24.844, -47.740, 71.312) = 353.383$ euro e la media è $353.383 / 5 = 70.677$ euro

EBITDA

$\Sigma (59.146, 205.404, 24.844, -47.648, 106.705) = 360.588$ euro e la media è $360.588 / 5 = 72.118$ euro

7.1 conclusioni finali

Tolte le ipotesi di effettuare la rettifica sui costi sostenuti dalla società per l'attività del dottor [REDACTED] il risultato sarebbe drasticamente diverso.

I valori di libro porterebbero come si è visto ad una media negativa degli utili dell'ultimo triennio e del valore EBITDA e EBITDA rendendo esiguo se non nullo il valore dell'azienda.

Quindi la valutazione della società e quindi delle quote è indissolubilmente legata all'ipotesi che ha portato alle rettifiche effettuate dal sottoscritto.

1. Il dott. [REDACTED] è assolutamente centrale nella catena del valore di [REDACTED]
2. Per avere contezza della effettiva capacità di ottenere buoni risultati la struttura deve essere riorganizzata con quanto prima esposto.
3. I valori rielaborati dell'EBIT e EBITDA dipendono dalle sopramenzionate ipotesi.

In tale caso il valore non sarà ne'esiguo ne' fallace

Il valore finale dell'azienda [REDACTED] si può ritenere pari a euro 353.383,00 e di conseguenza, senza prevedere un premio di maggioranza, la quota detenuta dal dott. [REDACTED] pari al 70% del totale sarebbe pari a euro 247.368,10.

Valore corrispondente al 100% del capitale sociale euro 353.383,00.

Valore quota detenuta dott. [REDACTED]

<i>Proprietario</i>	<i>Valore quota</i>	<i>Diritto</i>	<i>%</i>
[REDACTED]	€ 247.368,10	Piena proprietà	70%
Quota 70%			

Infine fuori da questi parametri rettificati l'azienda vale pochissimo per assurdo vale zero.

Padova, 14 settembre 2024

[REDACTED]

[REDACTED]