Perizia Valutazione Azienda

Sommario

Premessa....3
Oggetto dell'incarico....3
Documentazione esaminata....4
La Società Ragione sociale....4
Cenni storici della Società....4
L'attività svolta....4
Metodologia di valutazione....5
ASSUMPTIONS GENERALI....5
CRITERI DI VALUTAZIONE....5
Metodo Patrimoniale....5
Metodo Finanziario....6
Metodi reddituali....9
Metodo misto patrimoniale - reddituale....11
Metodo dei multipli....11
Metodo EVA (Economic Value Added)....12
PROCEDURE OPERATIVE DI VALUTAZIONE....13
VALUTAZIONE CON METODO PATRIMONIALE....13
VALUTAZIONE CON IL METODO FINANZIARIO DEL DISCOUNTED CASH-FLOW....17
Proiezione economico-finanziaria nell'orizzonte previsionale....18
Conto Economico....18
Stato Patrimoniale Esigibilità....20
Stato Patrimoniale gestionale....22
Dinamica finanziaria del periodo di previsione....24
Rendiconto Finanziario....24
Analisi Cash Flow....25
Andamento Cash Flow....25
VALUTAZIONE CON METODI REDDITUALI....30
VALUTAZIONE CON METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE....33
VALUTAZIONE CON IL METODO DEI MULTIPLI....34
VALUTAZIONE CON METODO EVA....35
CONCLUSIONI....36

Premessa

Il sottoscritto Dott. _____, nato a _____ il _____, dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di_____al n._____, domiciliato in_____, (d'ora in poi "Perito") ha ricevuto incarico, in qualità di esperto professionale, dalla Società _____, con sede legale in_____(__), Via _____, numero di iscrizione al Registro delle Imprese _____ di_____e P. Iva_____e C.F. _____, nella persona del legale rappresentante Sig._____nato a_____Il_____C.F._____, a provvedere alla della relazione di stima del capitale economico della società_____con sede legale in _____(__), Via_____, numero di iscrizione al Registro delle Imprese _____ di _____ e P. Iva _____e C.F._____,

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima 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.

Oggetto dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la valutazione della Società_____, con sede a _____, in via_____, numero di iscrizione al Registro delle Imprese_____di_____P. Iva _____e C.F._____.

Il capitale sociale di_____, pari a Euro 2.700.000, alla data del _____risulta così ripartito:

La società svolge la sua attività nel campo del _____

[Descrivere brevemente il motivo della suddetta valutazione]

Come sarà più puntualmente descritto nel proseguo, sono stati utilizzati dal sottoscritto perito diverse metodologie al fine di determinare una griglia di valori entro i quali potrebbe ragionevolmente collocarsi il corrispettivo della cessione del 100% della Società in una transazione libera e tra parti indipendenti.

Documentazione esaminata

Per la valutazione è stata esaminata la seguente riguardante la Società.

A) Bilanci e informazioni contabili e societarie:

- fascicoli di bilancio, regolarmente approvati, degli esercizi 2012, 2013 e 2014;
- estratto ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

C) Piani ed Analisi di mercato:

- Budget del periodo _____

Si è avuto altresì accesso ad informazioni generali riguardanti la Società, quali, ad esempio, la sua "storia", la sua attività, le caratteristiche del settore nel quale ha operato ed opera nonché dell'ambito competitivo passato ed attuale; ciò grazie anche ad alcuni colloqui con la direzione della Società.

La data di riferimento della predetta valutazione è il _____

La Società

Cenni storici della Società

L'attività svolta

La valutazione del valore dell'azienda Ragione sociale è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economico-finanziaria. Nello specifico, si sono adottati i seguenti modelli: Metodo Patrimoniale, Metodo Finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF), Metodi Reddituali (Metodo della Rendita a Durata Definita, Metodo della Rendita Perpetua, Metodo Reddituale Complesso), Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale della Stima dell'Avviamento, Metodo dei Multipli (con multipli dell'EBITDA e del fatturato), Metodo *dell'Economic Value Added* (EVA).

I risultati delle varie metodologie saranno ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

ASSUMPTIONS GENERALI

Ciascuno dei metodi implementati presuppone un comune scenario previsionale in relazione agli obiettivi di sviluppo dell'azienda e alle condizioni esterne in cui la stessa si troverà ad operare. L'analisi è stata condotta a partire dai dati consuntivi del periodo 2012 - 2012 - 2014 e da quelli stimati nell'orizzonte previsionale 2015 - 2019.

CRITERI DI VALUTAZIONE

Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al patrimonio netto della stessa, opportunamente rettificato.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di *due diligence*, con conseguente rielaborazione dei dati.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);
- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Metodo Finanziario

I metodi finanziari si fondano sull'assunto che il valore del capitale di un'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo (*Discounted Cash Flow Method);* pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto *(Net Present Value)* di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

si riassume nella seguente formula:

$$\frac{\quad}{1} \qquad \frac{\quad}{1}$$

da cui il valore dell'azienda:

!! "# $%# !

EV *Enterprise value*, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

FCFF *Free Cash Flow for the Firm,* flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

WACC$_t$ *Weighted Average Cost of Capital:* si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

g è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita;

&"&&( ) * rappresenta ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

si ha pertanto:

+
+ - + - 1 !

ove:

E è il valore corrente del capitale proprio;

D è il valore corrente del capitale di debito;

K$_e$ è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

K$_d$ è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

t è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato;

In maniera analoga, Il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$r_d = r_f + \text{spread}$$

Una volta valutato il costo del capitale, ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow,* o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Risultato operativo (EBIT)

- imposte sul risultato operativo (figurative)

= **risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)**

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Free Cash Flow for the Firm (FCFF)**

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il *WACC* (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Metodi reddituali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente reddituali, ovvero presuppongono che il valore sia determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. In tal caso si ha:

6 7

il valore *W* dell'azienda è funzione del reddito *R*, da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

Per utilizzare il metodo reddituale, è quindi necessario ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Per la stima del costo dell'equity si utilizza nuovamente il *CAPM*, ovvero si ha:

, - / 0 1 2 /3

Quantificato il reddito prospettico e il costo dell'equity, il valore dell'azienda può essere stimato con differenti metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Nel primo caso si suppone che l'azienda sia in grado di produrre per un arco temporale limitato di *n* anni un reddito pari ad *R*. Il valore dell'azienda sarà quindi dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio [illegible]. Ovvero si avrà:

$$7 \quad {}^{8\,9:} \quad 7 \quad 1 \quad \frac{1}{;} \quad [illegible]$$

Al variare dell'orizzonte temporale in cui si ipotizza ***[…]***

che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il metodo della rendita perpetua presuppone invece che l'attività sia capace di produrre redditi pari a *R* per un arco temporale indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$7$$

[illegible]

Un terzo metodo di valutazione reddituale è invece il *metodo reddituale complesso*, che parte non già dalla stima di un reddito medio ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di *n* anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$\frac{7}{1 \quad [illegible]}$$

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia la situazione patrimoniale che la capacità di generare redditi.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento,* che comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$K' + K' \cdot i \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

Dove:

K' capitale netto rettificato (valore patrimoniale);

$\frac{1}{(1+i)^n}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

i costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del "sovrareddito";

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto).

R rappresenta il reddito medio atteso, nella nostra ipotesi è stato utilizzato il valore dell'EBITDA, eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato *K'* un "sovrareddito" $K' \cdot i$, attualizzato ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

ad un tasso i, per un numero di anni determinato, ovvero quella parte del reddito che va oltre la remunerazione attesa del patrimonio netto (ovvero *K'* calcolato al tasso i).

i è al solito calcolabile tramite il *CAPM*.

Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Bisogna tenere a mente che multipli così definiti risentono della struttura finanziaria delle imprese ed è opportuno individuare multipli di aziende con una struttura di capitale simile a quella che si intende valutare.

Metodo EVA (Economic Value Added)

Il metodo dell'Economic Value Added, diffuso nella pratica aziendalistica soprattutto a partire dal 1998, presuppone la stima previsionale di flussi così concepiti:

7AB * $! % D ! ! !!

ove:

ROIC Return on Invested Capital

WACC Weighted Average Cost of Capital

Alla base del metodo vi è quindi ***[…]***

✂ ~ ~ ~ ~ ~ ~ ~

Si procede in tal senso come segue:

Valore attuale EVA (anni previsionali)

+ Valore terminale EVA

+ Capitale Investito iniziale

- Posizione Finanziaria Netta

- Altre Attività non Operative

+ Aumento di Capitale

- Dividendo

= Valore dell'azienda

PROCEDURE OPERATIVE DI VALUTAZIONE

VALUTAZIONE CON METODO PATRIMONIALE

Intendendosi quantificare il valore di Ragione sociale con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato, qui indicato con *K'*.

Nel caso in esame, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dal bilancio al 31/12/2014.

In tal senso, i valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione e ove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono sono stati confermati. Diversamente, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si è provveduto a rideterminarne il valore adeguandolo al valore corrente.

Poste dell'Attivo

Con riferimento alle poste patrimoniali dell'Attivo si è ritenuto di procedere come segue.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica ai valori contabili delle immobilizzazioni. Pertanto, il totale delle immobilizzazioni considerato ai fini della presente valutazione coincide con il totale riportato in bilancio. Non si è apportata alcuna rettifica ai valori contabili dell'Attivo Circolante, che pertanto sono stati assunti pari ai valori da bilancio.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica alle poste della categoria D (Debiti), il cui valore totale da considersi per la presente valutazione coincide quindi con quello iscritto a bilancio.

Poste del Passivo

In sede di verifica si sono adottate le seguenti rettifiche alle poste patrimoniali del Passivo.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica alle poste della categoria D (Debiti), il cui valore totale da considersi per la presente valutazione coincide quindi con quello iscritto a bilancio.

Il valore totale delle Passività iscritte a bilancio non risulta in definitiva subire rettifiche rispetto al dato contabile.

STATO PATRIMONIALE ATTIVO	Ultimo bilancio 2014	Rettifiche (+/-)	Valore finale 2014
A) CRED. VERSO SOCI PER VERS	**0**	0	**0**
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I) Immobilizzazioni immateriali:			
1) Costi d'impianto e di ampiamento	0	0	0
2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità	21.033		21.033
3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno	43.094		43.094
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti	422.057		422.057
5) Avviamento	115.200		115.200
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
7) Altre	118.707		118.707
TOTALE	**720.091**	**0**	**720.091**
II) Immobilizzazioni materiali:			
1) Terreni e fabbricati	0		0
2) Impianti e macchinario	24.740		24.740
3) Attrezzature industriali e commerciali	141.100		141.100
4) Altri beni	798.789		798.789
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
TOTALE	**964.629**	**0**	**964.629**
III) Immobilizzazioni finanziarie:			
1) Partecipazioni	918.3944		918.3944
2) Crediti:	5.993.742		5.993.742
3) Altri titoli	0		0
4) Azioni proprie	0		0
TOTALE	**15.177.686**	**0**	**15.177.686**
TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI	**16.862.406**	**0**	**16.862.406**
C) ATTIVO CIRCOLANTE			
I) Rimanenze:			
1) Materie prime, sussidiarie, di consumo	3.179.344		3.179.344
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	6.419.297		6.419.297
3) Lavori in corso su ordinazione	0		0
4) Prodotti finiti e merci	10.000.000		10.000.000
5) Acconti	0		0
TOTALE	**19.598.641**	**0**	**19.598.641**
II) Crediti:			

1) verso clienti	19.907.888		19.907.888
2) verso imprese controllate	1.372.033		1.372.033
3) verso imprese collegate	46.890		46.890
4) verso controllanti	193.930		193.930
4-bis) crediti tributari	141.175		141.175
4-ter) imposte anticipate	107.541		107.541
5) verso altri	2.683.163		2.683.163
TOTALE	**24.452.620**	**0**	**24.452.620**
III) Attività finanziarie non immobilizzate:	0		0
IV) Disponibilità liquide:	467.930		467.930
TOTALE	**467.930**	**0**	**467.930**
TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE	**44.519.191**	**0**	**44.519.191**
D) RATEI E RISCONTI	497.290		497.290

PASSIVO	2014	Rettifiche (+/-)	2014
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	428.998		428.998
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	987.645		987.645
D) DEBITI			
1) Obbligazioni	1.464.399		1.464.399
2) Obbligazioni convertibili	250.000		250.000
3) Debiti vs soci per finanziamenti	5.217.564		5.217.564
4) Debiti verso banche	23.242.619		23.242.619
5) Debiti verso altri finanziatori	317.723	0	317.723
6) Acconti	8.050		8.050
7) Debiti verso fornitori	7.868.998		7.868.998
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	3.668.037		3.668.037
9) Debiti verso imprese controllate	1.528.339		1.528.339
10) Debiti verso imprese collegate	144.080		144.080
11) Debiti verso controllanti	681.469		681.469
12) Debiti tributari	970.071		970.071
13) Debiti verso istituti di previdenza	454.870		454.870
14) Altri debiti	1.074.462		1.074.462
TOTALE	**46.890.681**	**0**	**46.890.681**
E) RATEI E RISCONTI	41.530		41.530

Rettifica Intangibles	**0**

ATTIVITA' RETTIFICATE	**61.878.887**
PASSIVITA' RETTIFICATE	**48.348.854**

Effetto fiscale (+/-)	**0**

Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale

A seguito della procedura di verifica delle poste patrimoniali, il valore totale dell'Attivo non risulta discostarsi dal dato contabile ed è pertanto quantificabile in un valore di euro 61.878.887.

Anche il valore totale del Passivo rettificato risulta conforme al valore di bilancio ed è quindi pari a euro 48.348.854.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Non essendosi tuttavia registrata alcuna rettifica ai valori patrimoniali di Attivo e Passivo, tale valore coincide con quello iscritto a bilancio ed è pertanto quantificabile in euro 13.530.033.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'Equity dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto:

$$W = € \ 13.530.033$$

VALUTAZIONE CON IL METODO FINANZIARIO DEL DISCOUNTED CASH-FLOW

Tale metodo di valutazione rientra nell'ambito dell'approccio metodologico conosciuto come *Discounted Cash Flows* (DCF), nella versione *Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*, il quale, si è già detto, trova il suo fondamento nella attualizzazione dei flussi monetari attesi dall'investimento, incluso il valore residuo del patrimonio, dal quale verrà poi dedotto l'importo della posizione finanziaria netta.

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

- la stima dei *Free Cash Fiows for the Firm* (*FCFF*);
- 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 (*WACC*);
- la valutazione della Posizione Finanziaria Netta, sulla base dei valori forniti dalla Società;
- la determinazione dell'Equity *Vaiue*, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della Posizione Finanziaria Netta.

Tenuto conto che nell'arco temporale preso in considerazione il tasso di inflazione è stato assunto contenuto entro limiti ragionevoli, sia i flussi sia i tassi adottati per la valutazione sono al valore nominale.

La valutazione dei flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica della Società è stata compiuta su un orizzonte temporale di cinque anni, dal 2015 al 2019. L'esercizio 2014 costituisce la base di riferimento costituendo la stessa una situazione contabile oramai cristallizzata alla data della presente valutazione.

(+) Proventi straordinari	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Saldo gestione straordinaria	**(1.000.000)**	***-1,95%***	**0**	***0,00%***	**0**	***0,00%***	**0**	***0,00%***	**0**	***0,00%***
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	**4.865.796**	***9,48%***	**5.984.872**	***11,54%***	**6.319.450**	***12,06%***	**6.569.604**	***12,42%***	**6.770.162**	***12,63%***
(-) Imposte sul reddito	(1.892.377)	*-3,69%*	(2.207.195)	*-4,26%*	(2.316.365)	*-4,42%*	(2.397.779)	*-4,53%*	(2.463.314)	*-4,60%*
RISULTATO NETTO	**2.973.419**	***5,79%***	**3.777.677**	***7,28%***	**4.003.085**	***7,64%***	**4.171.825**	***7,89%***	**4.306.848**	***8,04%***

Analizzando il bilancio previsionale relativo all'esercizio previsionale 2017E, notiamo che il fatturato si è mantenuto sostanzialmente in linea con l'anno precedente attestandosi a euro 52.379.222, il MOL si è mantenuto sostanzialmente in linea con l'anno precedente attestandosi a euro 6.785.901 con un'incidenza sui ricavi del 12,96% mentre l'EBIT è aumentato del 4,87% risultando pari a euro 6.544.510 con un'incidenza sui ricavi del 12,49%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI una sostanziale stabilità attestandosi al 12,57%, per il ROE una diminuzione del 1,88% attestandosi al 16,74% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS un incremento del 7,12% attestandosi al 11,97%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di 29,08, denota una situazione di equilibrio finanziario, il reddito generato dalla gestione caratteristica è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. L'incidenza degli acquisti sul fatturato registra una sostanziale stabilità rispetto all'esercizio precedente, così come l'incidenza del costo per servizi sul fatturato. Infine, anche l'incidenza del costo del godimento dei beni di terzi sul fatturato risulta stabile rispetto all'esercizio precedente così come l'incidenza del costo del lavoro sui ricavi. Gli oneri finanziari sono diminuiti, rispetto all'esercizio precedente, del 12,05% attestandosi a euro 225.060 con un'incidenza sui ricavi del 0,43%. L'utile netto è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 5,97% attestandosi a euro 4.003.085.

Anni	**2015E**		**2016E**		**2017E**		**2018E**		**2019E**	
	€'	*change %*	€'	*change %*	€'	*change %*	€'	*change %*	€'	*change %*
Ricavi delle vendite	51.347.145	*-4,05%*	51.860.616	*1,00%*	52.379.222	*1,00%*	52.903.016	*1,00%*	53.593.544	*1,31%*
VdP	54.049.626	*1,55%*	54.590.122	*1,00%*	55.136.023	*1,00%*	55.687.385	*1,00%*	56.414.257	*1,31%*
Mol	6.652.711	*88,93%*	6.718.774	*0,99%*	6.785.901	*1,00%*	6.853.701	*1,00%*	6.943.216	*1,31%*
Ebit	6.146.711	*136,87%*	6.240.774	*1,53%*	6.544.510	*4,87%*	6.753.701	*3,20%*	6.899.216	*2,15%*
Ebt	4.865.796	*177,96%*	5.984.872	*23,00%*	6.319.450	*5,59%*	6.569.604	*3,96%*	6.770.162	*3,05%*
Utile netto	**2.973.419**	***239,24%***	**3.777.677**	***27,05%***	**4.003.085**	***5,97%***	**4.171.825**	***4,22%***	**4.306.848**	***3,24%***

Stato Patrimoniale Esigibilità

La Posizione finanziaria netta dell'azienda è calcolata come somma dei debiti verso banche e dei finanziamenti a breve e medio lungo termine, al netto della cassa attiva e delle attività finanziarie prontamente liquidabili. Nell'esercizio 2014 dal punto di vista patrimoniale si registra un peggioramento del 113,01% del rapporto Debt to Equity che si attesta al 2,50, risultato di un Patrimonio netto di euro 13.530.033 e una Posizione finanziaria netta di euro 33.766.784 la quale registra un incremento del 86,10% rispetto all'esercizio precedente. Il valore dell'indebitamento risulta equilibrato, per quanto concerne il rapporto tra fonti finanziarie onerose esterne e fonti proprie. Il rapporto Pfn/Mol, pari ad un valore di 9,59, risulta squilibrato determinando un rischio finanziario elevato. Il rapporto Pfn/Ricavi, pari ad un valore di 63,10%, risulta squilibrato determinando un rischio finanziario elevato. La Posizione finanziaria lorda è cresciuta, rispetto all'esercizio precedente, del 85,70% attestandosi a euro 34.280.574. Nell'esercizio 2017E dal punto di vista patrimoniale si registra un miglioramento del 30,65% del rapporto Debt to Equity che si attesta al 1,18, risultato di un Patrimonio netto di euro 23.906.447 e una Posizione finanziaria netta di euro 28.170.440 la quale registra una diminuzione del 6,45% rispetto all'esercizio precedente. Il valore dell'indebitamento risulta equilibrato, per quanto concerne il rapporto tra fonti finanziarie onerose esterne e fonti proprie. Il rapporto Pfn/Mol, pari ad un valore di 4,15, risulta squilibrato determinando un rischio finanziario. Il rapporto Pfn/Ricavi, pari ad un valore di 53,78%, risulta squilibrato determinando un rischio finanziario elevato. La Posizione finanziaria lorda è diminuita, rispetto all'esercizio precedente, del 4,44% attestandosi a euro 29.390.864.

Anni	**2015E**		**2016E**		**2017E**		**2018E**		**2019E**	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzi materiali netti	842.679	*1,36%*	789.479	*1,25%*	664.479	*1,02%*	564.479	*0,82%*	520.479	*0,71%*
Immobilizzi immateriali netti	416.391	*0,67%*	116.391	*0,18%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*
Immobilizzi finanziari	15.177.686	*24,49%*	15.177.686	*24,04%*	15.177.686	*23,19%*	15.177.686	*22,00%*	15.177.686	*20,81%*
Immobilizzi commerciali	557.116	*0,90%*	484.116	*0,77%*	421.116	*0,64%*	421.116	*0,61%*	421.116	*0,58%*
TOTALE ATTIVO A LUNGO	**16.993.872**	***27,42%***	**16.567.672**	***26,24%***	**16.263.281**	***24,85%***	**16.163.281**	***23,43%***	**16.119.281**	***22,10%***
Magazzino	**22.301.122**	***35,98%***	**25.030.628**	***39,65%***	**27.787.430**	***42,46%***	**30.571.799**	***44,32%***	**33.392.512**	***45,79%***
Crediti commerciali a breve	19.142.815	*30,89%*	19.334.243	*30,62%*	19.527.585	*29,84%*	19.722.861	*28,59%*	19.980.299	*27,40%*
- Fondo svalutazione crediti	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*
Crediti comm. a breve verso imprese del gruppo	764.443	*1,23%*	496.443	*0,79%*	75.443	*0,12%*	75.443	*0,11%*	75.443	*0,10%*

Crediti finanziari a breve verso imprese del gruppo	45.860	*0,07%*	45.860	*0,07%*	45.860	*0,07%*	45.860	*0,07%*	45.860	*0,06%*
Altri crediti a breve	2.167.163	*3,50%*	567.163	*0,90%*	67.163	*0,10%*	67.163	*0,10%*	67.163	*0,09%*
Ratei e risconti	497.290	*0,80%*	497.290	*0,79%*	497.290	*0,76%*	497.290	*0,72%*	497.290	*0,68%*
Liquidità differite	**22.617.571**	***36,49%***	**20.940.999**	***33,17%***	**20.213.341**	***30,89%***	**20.408.617**	***29,58%***	**20.666.055**	***28,34%***
Cassa, Banche e c/c postali	66.886	*0,11%*	596.365	*0,94%*	1.174.564	*1,79%*	1.843.133	*2,67%*	2.744.606	*3,76%*
Liquidità immediate	**66.886**	***0,11%***	**596.365**	***0,94%***	**1.174.564**	***1,79%***	**1.843.133**	***2,67%***	**2.744.606**	***3,76%***
TOTALE ATTIVO A BREVE	**44.985.578**	***72,58%***	**46.567.992**	***73,76%***	**49.175.335**	***75,15%***	**52.823.549**	***76,57%***	**56.803.172**	***77,90%***
TOTALE ATTIVO	**61.979.450**	***100,00%***	**63.135.664**	***100,00%***	**65.438.616**	***100,00%***	**68.986.830**	***100,00%***	**72.922.453**	***100,00%***
Patrimonio netto	16.503.452	*26,63%*	20.281.130	*32,12%*	23.906.447	*36,53%*	27.677.964	*40,12%*	31.567.629	*43,29%*
Fondi per rischi e oneri	428.998	*0,69%*	428.998	*0,68%*	428.998	*0,66%*	428.998	*0,62%*	428.998	*0,59%*
Trattamento di fine rapporto	1.281.293	*2,07%*	1.577.878	*2,50%*	1.877.429	*2,87%*	2.179.975	*3,16%*	2.486.470	*3,41%*
Obbligazioni	350.000	*0,56%*	350.000	*0,55%*	350.000	*0,53%*	350.000	*0,51%*	350.000	*0,48%*
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	6.641.419	*10,72%*	5.098.671	*8,08%*	3.559.971	*5,44%*	2.818.419	*4,09%*	2.247.180	*3,08%*
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	5.302.420	*8,56%*	5.284.417	*8,37%*	5.264.724	*8,05%*	5.243.185	*7,60%*	5.219.624	*7,16%*
Debiti commerciali a lungo termine	95.290	*0,15%*	85.290	*0,14%*	75.290	*0,12%*	75.290	*0,11%*	75.290	*0,10%*
Debiti commerciali a lungo vs imprese del gruppo	66.084	*0,11%*	45.084	*0,07%*	24.084	*0,04%*	24.084	*0,03%*	24.084	*0,03%*
Debiti finanz. lungo vs imprese del gruppo	31.852	*0,05%*	31.852	*0,05%*	31.852	*0,05%*	31.852	*0,05%*	31.852	*0,04%*
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*	0	*0,00%*
Altri debiti a lungo termine	244.260	*0,39%*	134.260	*0,21%*	88.260	*0,13%*	88.260	*0,13%*	88.260	*0,12%*
TOTALE DEBITI A LUNGO	**14.441.617**	***23,30%***	**13.036.450**	***20,65%***	**11.700.609**	***17,88%***	**11.240.063**	***16,29%***	**10.951.759**	***15,02%***
TOTALE DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	**30.945.069**	***49,93%***	**33.317.580**	***52,77%***	**35.607.056**	***54,41%***	**38.918.026**	***56,41%***	**42.519.388**	***58,31%***
Obbligazioni	1.114.399	*1,80%*	1.114.399	*1,77%*	1.114.399	*1,70%*	1.114.399	*1,62%*	1.114.399	*1,53%*
Obbligazioni convertibili	250.000	*0,40%*	250.000	*0,40%*	250.000	*0,38%*	250.000	*0,36%*	250.000	*0,34%*
Debiti verso banche entro i 12 mesi	14.361.007	*23,17%*	14.552.435	*23,05%*	14.745.777	*22,53%*	14.941.054	*21,66%*	15.198.491	*20,84%*
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	317.723	*0,51%*	317.723	*0,50%*	317.723	*0,49%*	317.723	*0,46%*	317.723	*0,44%*
Debiti commerciali a breve termine	7.838.314	*12,65%*	7.268.397	*11,51%*	7.336.058	*11,21%*	7.404.395	*10,73%*	7.494.485	*10,28%*
Debiti commerciali a breve vs imprese del gruppo	857.572	*1,38%*	737.572	*1,17%*	707.572	*1,08%*	707.572	*1,03%*	707.572	*0,97%*
Debiti finanz. breve vs imprese del gruppo	88.380	*0,14%*	88.380	*0,14%*	88.380	*0,14%*	88.380	*0,13%*	88.380	*0,12%*

Altri debiti finanziari a breve termine	3.668.037	*5,92%*	3.668.037	*5,81%*	3.668.037	*5,61%*	3.668.037	*5,32%*	3.668.037	*5,03%*
Altri debiti a breve termine	2.538.949	*4,10%*	1.821.141	*2,88%*	1.603.614	*2,45%*	1.577.244	*2,29%*	1.563.977	*2,14%*
TOTALE DEBITI A BREVE	**31.034.381**	***50,07%***	**29.818.084**	***47,23%***	**29.831.560**	***45,59%***	**30.068.803**	***43,59%***	**30.403.065**	***41,69%***
TOTALE PASSIVO	**61.979.450**	***100,00%***	**63.135.664**	***100,00%***	**65.438.616**	***100,00%***	**68.986.830**	***100,00%***	**72.922.453**	***100,00%***

Stato Patrimoniale gestionale

Anni	**2015E**		**2016E**		**2017E**		**2018E**		**2019E**	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzazioni immateriali	416.391	0,86%	116.391	0,23%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobilizzazioni materiali	1.399.795	*2,89%*	1.273.595	*2,53%*	1.085.595	*2,08%*	985.595	*1,80%*	941.595	*1,64%*
Immobilizzazioni finanziarie	15.177.686	*31,28%*	15.177.686	*30,12%*	15.177.686	*29,14%*	15.177.686	*27,79%*	15.177.686	*26,51%*
ATTIVO FISSO NETTO	**16.993.872**	***35,03%***	**16.567.672**	***32,88%***	**16.263.281**	***31,23%***	**16.163.281**	***29,60%***	**16.119.281**	***28,15%***
Rimanenze	22.301.122	*45,97%*	25.030.628	*49,67%*	27.787.430	*53,36%*	30.571.799	*55,98%*	33.392.512	*58,31%*
Crediti netti v/clienti	19.907.258	*41,03%*	19.830.686	*39,35%*	19.603.028	*37,64%*	19.798.304	*36,25%*	20.055.742	*35,02%*
Altri crediti operativi	2.167.163	*4,47%*	567.163	*1,13%*	67.163	*0,13%*	67.163	*0,12%*	67.163	*0,12%*
Ratei e risconti attivi	497.290	*1,03%*	497.290	*0,99%*	497.290	*0,95%*	497.290	*0,91%*	497.290	*0,87%*
(Debiti v/fornitori)	(7.835.954)	*16,15%*	(7.266.037)	*14,42%*	(7.333.698)	*14,08%*	(7.402.035)	*13,55%*	(7.492.125)	*13,08%*
(Debiti v/collegate-control-controll)	(857.572)	*1,77%*	(737.572)	*1,46%*	(707.572)	*1,36%*	(707.572)	*1,30%*	(707.572)	*1,24%*
(Altri debiti operativi)	(2.499.779)	*5,15%*	(1.781.971)	*3,54%*	(1.564.444)	*3,00%*	(1.538.074)	*2,82%*	(1.524.807)	*2,66%*
(Ratei e risconti passivi)	(41.530)	*0,09%*	(41.530)	*0,08%*	(41.530)	*0,08%*	(41.530)	*0,08%*	(41.530)	*0,07%*
ATTIVO CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	**33.637.998**	***69,33%***	**36.098.657**	***71,63%***	**38.307.667**	***73,56%***	**41.245.346**	***75,52%***	**44.246.672**	***77,27%***
CAPITALE INVESTITO	**50.631.870**	***104,36%***	**52.666.329**	***104,51%***	**54.570.948**	***104,79%***	**57.408.627**	***105,12%***	**60.365.953**	***105,42%***
(Fondo tfr)	(1.281.293)	*2,64%*	(1.577.878)	*3,13%*	(1.877.429)	*3,61%*	(2.179.975)	*3,99%*	(2.486.470)	*4,34%*
(Altri fondi)	(428.998)	*0,88%*	(428.998)	*0,85%*	(428.998)	*0,82%*	(428.998)	*0,79%*	(428.998)	*0,75%*
(Passività operative non correnti)	(405.634)	*0,84%*	(264.634)	*0,53%*	(187.634)	*0,36%*	(187.634)	*0,34%*	(187.634)	*0,33%*

CAPITALE INVESTITO NETTO	**48.515.945**	***100,00%***	**50.394.819**	***100,00%***	**52.076.887**	***100,00%***	**54.612.020**	***100,00%***	**57.262.850**	***100,00%***
Debiti v/banche a breve termine	14.361.007	*29,60%*	14.552.435	*28,88%*	14.745.777	*28,32%*	14.941.054	*27,36%*	15.198.491	*26,54%*
Altri debiti finanziari a breve	5.438.539	*11,21%*	5.438.539	*10,79%*	5.438.539	*10,44%*	5.438.539	*9,96%*	5.438.539	*9,50%*
Debiti v/banche a lungo termine	6.641.419	*13,69%*	5.098.671	*10,12%*	3.559.971	*6,84%*	2.818.419	*5,16%*	2.247.180	*3,92%*
Altri debiti finanziari a lungo	381.852	*0,79%*	381.852	*0,76%*	381.852	*0,73%*	381.852	*0,70%*	381.852	*0,67%*
Finanziamento soci	5.217.564	*10,75%*	5.217.564	*10,35%*	5.217.564	*10,02%*	5.217.564	*9,55%*	5.217.564	*9,11%*
Debiti Leasing	84.856	*0,17%*	66.853	*0,13%*	47.160	*0,09%*	25.621	*0,05%*	2.060	*0,00%*
(Crediti finanziari)	(45.860)	*0,09%*	(45.860)	*0,09%*	(45.860)	*0,09%*	(45.860)	*0,08%*	(45.860)	*0,08%*
(Cassa e banche c/c)	(66.886)	*0,14%*	(596.365)	*1,18%*	(1.174.564)	*2,26%*	(1.843.133)	*3,37%*	(2.744.606)	*4,79%*
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO	**32.012.492**	***65,98%***	**30.113.689**	***59,76%***	**28.170.440**	***54,09%***	**26.934.056**	***49,32%***	**25.695.221**	***44,87%***
Capitale sociale	2.700.000	*5,57%*	2.700.000	*5,36%*	2.700.000	*5,18%*	2.700.000	*4,94%*	2.700.000	*4,72%*
Riserve	9.953.526	*20,52%*	9.953.526	*19,75%*	9.953.526	*19,11%*	9.953.526	*18,23%*	9.953.526	*17,38%*
Utile/(perdita)	3.849.926	*7,94%*	7.627.604	*15,14%*	11.252.921	*21,61%*	15.024.438	*27,51%*	18.914.103	*33,03%*
PATRIMONIO NETTO	**16.503.452**	***34,02%***	**20.281.130**	***40,24%***	**23.906.447**	***45,91%***	**27.677.964**	***50,68%***	**31.567.629**	***55,13%***
FONTI DI FINANZIAMENTO	**48.515.945**	***100,00%***	**50.394.819**	***100,00%***	**52.076.887**	***100,00%***	**54.612.020**	***100,00%***	**57.262.850**	***100,00%***

Dinamica finanziaria del periodo di previsione

Rendiconto Finanziario

Anni	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
	€'	€'	€'	€'	€'
+/- Ebit	6.146.711	6.240.774	6.544.510	6.753.701	6.899.216
- Imposte figurative	(1.969.628)	(2.277.568)	(2.378.256)	(2.448.406)	(2.498.804)
+/- Nopat	4.177.083	3.963.206	4.166.254	4.305.295	4.400.412
+ Ammortamento Accantonamenti e Tfr	799.648	774.585	540.942	402.546	350.495
Flusso di cassa operativo lordo	**4.976.732**	**4.737.791**	**4.707.196**	**4.707.842**	**4.750.907**
+/- Clienti	1.275.147	125.572	265.658	(195.276)	(257.437)
+/- Rimanenze	(2.702.481)	(2.729.506)	(2.756.801)	(2.784.369)	(2.820.713)
+/- Fornitori	(1.253.444)	(720.916)	6.660	68.337	90.090
+/- Altre attività	500.076	1.624.000	525.000	0	0
+/- Altre passività	242.276	(827.809)	(263.527)	(26.370)	(13.266)
+/- Variazione fondi	0	0	0	0	0
Variazione CCN	(1.938.426)	(2.528.659)	(2.223.010)	(2.937.678)	(3.001.326)
Flusso di cassa della gestione corrente	3.038.306	2.209.131	2.484.186	1.770.163	1.749.582
+/- Investimenti / Disinvestimenti	(80.350)	(124.800)	0	0	0
Flusso di Cassa Operativo	**2.957.956**	**2.084.331**	**2.484.186**	**1.770.163**	**1.749.582**
+ Scudo fiscale del debito	77.252	70.373	61.892	50.627	35.490
+/- Proventi/Oneri straordinari	(1.000.000)	0	0	0	0
+/- Proventi/Oneri finanziari	(280.915)	(255.901)	(225.060)	(184.097)	(129.054)
+/- Partecipazioni e titoli	0	0	0	0	0
Flusso di Cassa al servizio del debito	**1.754.292**	**1.898.803**	**2.321.017**	**1.636.693**	**1.656.018**
+/- Utilizzo banche a breve	(4.663.575)	191.428	193.342	195.276	257.437
+ Accensione Mutuo	4.000.000	0	0	0	0
- Restituzione Mutuo	(1.576.618)	(1.542.748)	(1.538.700)	(741.552)	(571.239)
+/- Finanziamento soci	0	0	0	0	0

+/- Equity	0	0	0	0	0
- Leasing	(15.144)	(18.004)	(19.692)	(21.540)	(23.560)
+/- Altri crediti/debiti finanziari	100.000	(0)	(0)	0	0
Flusso di cassa per azionisti	**(401.044)**	**529.480**	**955.967**	**1.068.877**	**1.318.656**
- Dividendo distribuito	0	0	(377.768)	(400.309)	(417.182)
Flusso di cassa netto	(401.044)	529.480	578.199	668.568	901.473
Cumulato con cassa anno precedente	**66.886**	**596.365**	**1.174.564**	**1.843.133**	**2.744.606**

Analisi Cash Flow

Anni	**2015E**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
	€'	€'	€'	€'	€'
Flusso di cassa operativo lordo	4.976.732	4.737.791	4.707.196	4.707.842	4.750.907
Variazione CCN	(1.938.426)	(2.528.659)	(2.223.010)	(2.937.678)	(3.001.326)
Flusso di cassa della gestione corrente	3.038.306	2.209.131	2.484.186	1.770.163	1.749.582
Flusso di Cassa Operativo	**2.957.956**	**2.084.331**	**2.484.186**	**1.770.163**	**1.749.582**
Flusso di Cassa al servizio del debito	1.754.292	1.898.803	2.321.017	1.636.693	1.656.018
Flusso di cassa per azionisti	**-401.044**	**529.480**	**955.967**	**1.068.877**	**1.318.656**
Flusso di cassa netto	**(401.044)**	**529.480**	**578.199**	**668.568**	**901.473**

Andamento Cash Flow

Anni	**2015E**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
	%	%	%	%	%
Flusso di cassa operativo lordo	50,69%	-4,80%	-0,65%	0,01%	0,91%
Variazione CCN	80,95%	-30,45%	12,09%	-32,15%	-2,17%
Flusso di cassa della gestione corrente	144,21%	-27,29%	12,45%	-28,74%	-1,16%
Flusso di Cassa Operativo	**142,22%**	**-29,53%**	**19,18%**	**-28,74%**	**-1,16%**
Flusso di Cassa al servizio del debito	118,44%	8,24%	22,24%	-29,48%	1,18%
Flusso di cassa per azionisti	-151,00%	232,03%	80,55%	11,81%	23,37%
Flusso di cassa netto	**-362,69%**	**232,03%**	**9,20%**	**15,63%**	**34,84%**

Stima del WACC

Come discusso alla relativa sezione, la tecnica qui impiegata prevede la stima del WACC in ciascuno degli anni di previsione. Il presente paragrafo intende illustrare il procedimento di stima con riferimento al primo di tali anni, il 2015. Il punto di partenza per la stima del costo del capitale è la determinazione della struttura di finanziamento dell'azienda in termini di capitale di rischio e capitale di debito. Per l'anno in esame si assume un valore dell'equity pari a euro 16.503.452 ed un capitale di debito di euro 32.012.492.

DEBITO (D)	32.012.492
EQUITY (E)	16.503.452

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio pari a 1,20%, un premio di mercato per il rischio pari a 5,00% e un coefficiente beta levered di 2,65. Sulla base di questi dati il costo dell'equity Ke per l'anno previsionale 2015 risulta pari a 14,22%. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si suppone che detto costo si componga di una parte fissa data dal tasso risk free praticato dal sistema creditizio, assunto pari a 0,25%, e di una componente legata al rating dell'azienda interpretabile come un premio per il rischio a favore dei finanziatori del capitale di debito, che si assume pari a 0,40%. Il tasso di costo Kd risulta pertanto pari a 0,65%. Al netto dell'effetto fiscale, in relazione al quale si assume un'aliquota del 27,50%, tale tasso risulta pari a 0,47%.

COSTO CAPITALE PROPRIO (Ke)

Tasso Free risk (Rf)	1,20%
Spread per il rischio (Rm-Rf)	5,00%
Beta Unlevered (Bu)	1,10
Beta Levered (Bl)	2,65
Ke = Rf+Bl*(Rm-Rf)	14,22%

COSTO CAPITALE DEBITO (Kd)

Tasso Free risk	0,25%

Spread RATING	0,40%
Aliquota fiscale	27,50%
Kd	0,65%
Kd(1-t)= (Tasso Free risk + Spread)(1-t)	0,47%

In definitiva, il WACC per l'anno 2015E risulta pari a 5,15%.

WACC =	**5,15%**

STIMA PUNTUALE PER ANNO DEL WACC

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
D/E	193,97%	148,48%	117,84%	97,31%	81,40%
Beta levered	2,65	2,28	2,04	1,88	1,75
Ke	**14,22%**	**12,41%**	**11,19%**	**10,37%**	**9,74%**
Indice di copertura (EBIT/OF)	21,88	24,39	29,08	36,69	53,46
RATING	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Spread Kd	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Kd (1-t)	**0,47%**	**0,47%**	**0,47%**	**0,47%**	**0,47%**

Andamento WACC

Sulla base della metodologia esposta alla sezione relativa, si è determinato il seguente andamento dei flussi di cassa, di cui si riportano anche i valori attualizzati al WACC.

Flussi di cassa operativi (FCO)

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Flusso di cassa operativo lordo	4.976.732	4.737.791	4.707.196	4.707.842	4.750.907
Variazione CCN	(1.938.426)	(2.528.659)	(2.223.010)	(2.937.678)	(3.001.326)
Flusso di cassa della gestione corrente	3.038.306	2.209.131	2.484.186	1.770.163	1.749.582
Investimenti/disinvestimenti	(80.350)	(124.800)	0	0	0
Flusso di Cassa Operativo (FCO)	2.957.956	2.084.331	2.484.186	1.770.163	1.749.582
Fattore di Attualizzazione	**0,951**	**0,902**	**0,854**	**0,808**	**0,762**

Valore dell'azienda

Si assume che l'azienda sia in grado di generare in un orizzonte temporale indeterminato, a decorrere dall'anno 2020, dei flussi di cassa che crescono di anno in anno di un tasso g pari a 2,00%, a partire dal flusso di cassa all'anno 2019. Quest'ultimo importo è stato assunto uguale al flusso all'anno 2019. Sulla base di queste ipotesi, il terminal value all'anno 2020 dei flussi di cassa attesi a partire da questo stesso anno e per tutti gli anni successivi risulta pari a euro 56.658.313.

	2,00%
FATTORE DI CRESCITA (g)	
FCFF n+1	1.784.573
TERMINAL VALUE (FCFFn+1/(WACC-g)	56.658.313

Il valore attuale dei flussi di cassa previsionali ipotizzati, comprensivo del valore attuale del Terminal Value risulta pari a euro 44.531.060. Ai fini della valutazione dell'azienda, tale contributo, interpretabile come valore del capitale investito netto operativo all'anno 2014 va corretto tenendo in conto della posizione finanziaria dell'azienda e di eventuali attività non operative. In particolar modo, la posizione finanziaria netta va sottratta al capitale investito mentre il termine di Surplus Asset va aggiunto per determinare il valore totale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni si stima che il valore dell'azienda sia pari a 12.518.567. Si riportano in tabella i valori della posizione finanziaria netta e del Surplus Asset.

CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO = VAN + TV/(1+WACC)^n+1 =	**44.531.060**
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) =	**32.012.492**
SURPLUS ASSET (SA) * =	**0**

* I Surplus Asset sono assimilabili, ad esempio, a partecipazioni societarie non operative, immobili civili, etc

VALUTAZIONE CON METODI REDDITUALI

Determinazione del reddito medio atteso

I metodi puramente reddituali, come discusso in precedenza, stimano il valore dell'azienda sulla base della capacità previsionale della stessa di generare redditi. A tal fine è necessario elaborare una metodologia di previsione della redditività attesa. La tecnica reddituale a durata definita e quella della durata perpetua presuppongono la stima del reddito medio atteso che l'azienda sarà in grado di produrre in un determinato orizzonte previsionale. La tecnica reddituale complessa muove invece dalla stima puntuale dei redditi attesi in ciascuno degli anni dell'orizzonte previsionale che corrisponde, nel caso in esame, ad un periodo di 5 anni successivo alla valutazione.

Ai fini della rilevazione del reddito medio atteso si è considerato un orizzonte di analisi costituito dai 3 anni precedenti la valutazione (triennio 2012 - 2014), da cui sono stati desunti dati consuntivi, e dai 5 anni successivi (2015 - 2019), in cui sono stati presi in considerazione dati previsionali. In altri termini, per garantire una maggiore robustezza dell'analisi, il reddito atteso è stato stimato a partire da dati misti consuntivi-previsionali. Tale reddito è stato stimato pari alla media ponderata dell'EBIT degli 8 anni di analisi, tenendo in conto inoltre dell'effetto previsto di rivalutazione monetaria durante il periodo previsionale. I valori consuntivi e attesi dell'EBIT, i fattori di ponderazione ed i coefficienti di rivalutazione monetaria considerati sono riportati nela tabella sottostante. Sulla base di tale metodologia è stato stimato un reddito medio atteso pari a euro 3.961.847. Tale valore è da intendersi come EBIT previsionale atteso in un periodo di durata definita successivo alla valutazione.

Anni	EBIT	Indice di ponderazione	Reddito ponderato	Indice di rivalutazione	Reddito da utilizzare per la media
2019E	6.899.216	0,66	4.553.482	90,39%	4.115.893
2018E	6.753.701	0,73	4.930.202	92,24%	4.547.618
2017E	6.544.510	0,81	5.301.053	94,12%	4.989.351
2016E	6.240.774	0,90	5.616.696	96,04%	5.394.275
2015E	6.146.711	1,00	6.146.711	98,00%	6.023.777
2014	2.594.984	1,00	2.594.984	100,00%	2.594.984
2013	3.233.169	1,00	3.233.169	100,00%	3.233.169
2012	795.708	1,00	795.708	100,00%	795.708
					31.694.776
	Reddito medio atteso (stimato su base puramente previsionale)				3.961.847

Metodo della rendita a durata definita

Reddito medio periodo (R)	**3.961.847**
Numero anni (n)	**5**
Tasso Free risk (Rf)	1,20%
Spread per il rischio (Rm-Rf)	5,00%
Beta Unlevered (Bu)	1,10
Beta Levered (Bl)	2,65
Ke = Rf+Bl*(Rm-Rf)	14,22%

Ai fini della stima del valore si ipotizza che l'azienda sia in grado di produrre un reddito, da intendersi come precedentemente definito, pari a euro 3.961.847 per i 5 anni successivi alla valutazione (periodo 2015 - 2019). Il valore dell'azienda determinato con la presente metodologia è pari al valore attuale dei flussi di reddito attesi, scontati ad un tasso pari al 14,22% che rappresenta il costo dell'Equity, ovvero il tasso di remunerazione del capitale di rschio atteso dai soci/azionisti. Per la determinazione del costo del capitale proprio si rimanda alla relativa sezione discussa con riferimento al metodo di valutazione finanziaria. Sulla base della tecnica descritta il valore stimato dell'azienda risulta pari a euro 13.528.198.

W = R * a¬ (n, Ke)	**13.528.198**

Metodo della rendita perpetua

Reddito medio periodo (R)	3.961.847
Cost of Equity (Ke)	14,22%

Il presente modello di valutazione presuppone che l'azienda sia in grado, a partire dal 2015, di produrre costantemente negli anni un reddito pari al reddito medio atteso di cui in precedenza, pari a euro 3.961.847. Supponendo che l'azienda sia in grado di mantenere tale capacità reddituale indefinitamente, il valore stimato della stessa sarà pari al reddito medio diviso per il costo del capitale proprio, pari al 14,22%. Impiegando tale metodologia, si stima che l'azienda vale euro 27.851.818.

W = R/Ke	27.851.818

Metodo reddituale complesso

Tale metodologia si fonda sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di generare nei 5 anni previsionali (periodo 2015 - 2019) dei flussi di reddito pari a quelli indicati in tabella. Si ricordi che tali valori sono da intendersi come flussi di EBIT corretti in funzione dell'effetto previsto di rivalutazione monetaria. I coefficienti di rivalutazione considerati sono altresì indicati in tabella.

Redditi attesi

2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
6.023.777	5.993.639	6.159.693	6.229.614	6.236.201

Cost of Equity (Ke) 14,22%

A partire da detta ipotesi il valore dell'azienda è stimato pari al valore attuale dei redditi attesi scontati al tasso di costo del capitale proprio, pari al 0. Sulla base di tale tecnica il valore stimato dell'azienda risulta pari a euro 20.867.166.

W = VAN(R1, R2,…,R5) =	20.867.166

VALUTAZIONE CON METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

La presente metodologia integra quanto precedentemente discusso in riferimento ai metodi puramente patrimoniali e reddituali ed introduce una valutazione che tiene conto sia del patrimonio dell'azienda sia della capacità attesa di produrre redditi nel tempo. La tecnica adoperata in tal senso è detta della Stima Autonoma dell'Avviamento. Ai fini della valutazione si considera un orizzonte previsionale di 5 anni durante i quali si suppone che l'azienda sia capace di generare un reddito R pari a euro 3.961.847. Per il dimensionamento delle altre grandezze che intervengono nella procedura (patrimonio netto rettificato K', pari a euro 13.530.033, e costo del capitale proprio Ke, pari al 14,22%) si rimanda alle relative sezioni.

R	3.961.847	Reddito medio atteso nel periodo
K'	13.530.033	Valore del Patrimonio Netto rettificato
Ke	14,22%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito (CAPM)
n	5	Numero di anni nel periodo preso in considerazione

W = K' + (R - Ke*K') * a¬ (n, Ke) =	**20.486.417**

Sulla base della quantificazione del valore corrente del patrimonio netto e del valore attuale dei flussi di sovrareddito che l'azienda è capace di generare, si stima un valore di euro 20.486.417.

VALUTAZIONE CON IL METODO DEI MULTIPLI

I presenti metodi di valutazione consentono una valutazione dell'azienda su basi puramente empiriche, restituendo un dato che è comunque opportuno tenere in considerazione e raffrontare con le stime ottenute tramite tecniche piùsofisticate.

Multiplo dell'EBITDA

Assumendo che nel settore di business di competenza, un'azienda sia valutabile a partire dall'EBITDA corrente (da ultimo bilancio pari a euro 0) moltiplicandolo per un fattore 0, si stima che il valore dell'azienda sia pari a euro 0.

Ebitda corrente	0
Multiplo Ebitda	0

W	**0**

Multiplo del fatturato

Considerando invece un opportuno multiplo del fatturato, che si è assunto nel caso di specie pari a 0, e partendo dal dato di bilancio corrente del fatturato (pari a euro 0), si stima che il valore dell'azienda sia pari a euro 0.

Fatturato corrente	0
Multiplo Fatturato	0

W	**0**

VALUTAZIONE CON METODO EVA

Stima dei flussi di EVA

EVA = (ROIC - WACC) * capitale investito netto

ROIC = NOPAT / capitale investito netto

EVA Terminal Value

Si è provveduto inoltre a determinare il Terminal Value dell'EVA assumendo che a partire dall'anno , in cui si assume un valore dell'EVA previsionale pari a quello dell'anno 2019, l'azienda sia in grado di generare dei flussi di EVA per un periodo di tempo indeterminato e crescenti ad un tasso pari a 2,00%.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
NOPAT	4.177.083	3.963.206	4.166.254	4.305.295	4.400.412
Capitale investito netto	48.515.945	50.394.819	52.076.887	54.612.020	57.262.850
ROIC	**8,61%**	**7,86%**	**8,00%**	**7,88%**	**7,68%**
WACC	5,15%	5,28%	5,39%	5,49%	5,58%
EVA	**1.678.652**	**1.304.266**	**1.358.676**	**1.308.073**	**1.205.987**
EVA attualizzati	1.596.440	1.176.808	1.160.654	1.056.371	919.316
FATTORE DI CRESCITA (g)		2,00%			

EVA TV **38.288.821**

Valore dell'azienda

Ai fini della valutazione finale del valore dell'azienda si è proceduto a sommare i valori ***[…]***

Valore attuale EVA anni di previsione esplicita	5.909.588,81
EVA terminal value attualizzato	28.328.494,30
Capitale investito anno 2014	47.296.817,00
Posizione finanziaria netta anno 2014	33.766.784,00
Altre attività non operative anno 2014	
Aumento di capitale	
Dividendo	

In base alla procedura sopra descritta il valore dell'azienda con il metodo EVA risulta pari a euro 47.768.116.

W	47.768.116

CONCLUSIONI

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore dell'azienda Ragione sociale attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario previsionale di cui si è data illustrazione in precedenza.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	13.530.033
Finanziario	12.518.567
Metodo della rendita di durata definita	13.528.198
Metodo della rendita perpetua	27.851.818
Reddituale complesso	20.867.166
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	20.486.417
EVA	47.768.116