PULIREGGIO SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE DEL 20% DETENUTA NELLA SOCIETA' "LA PULITECNICA S.R.L."

MAZZACANI & ASSOCIATI
dottori commercialisti
MAZZACANI COSSEDDU MOSCHINI

Perito:

Dott. Alessandro Mazzacani – ODCEC – Reggio Emilia n.523/A

Il sottoscritto **Dott. Alessandro Mazzacani**, nato a Reggio Emilia in data 24 ottobre 1972, con Studio in Reggio Emilia, Via Niccolò Copernico n. 18, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Reggio Emilia al n. 523/A ed al Registro Revisori Contabili al n. 130637 con pubblicazione su G.U. del 17/10/2003, è stato incaricato dal Dott. Francesco Notari, Commissario Liquidatore di **PULIREGGIO SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA**, società con sede a Reggio Emilia in via Giuseppe Turri n. 63, C.F. e P.Iva 01373750353, di stimare il valore della quota di partecipazione del 20% detenuta nella società **LA PULITECNICA S.R.L.**, società con sede a Reggio Emilia in via Giuseppe Turri n. 63, C.F. e P.Iva 01166710358.

Il sottoscritto, avuto riguardo della limitatezza della documentazione disponibile, dei tempi ristretti per la redazione dell'elaborato peritale e della necessità effettiva della mandante di avere una valutazione della quota di partecipazione pari al 20%,

ESPONE

in ordine al quesito di anzi delineato il possibile valore economico della quota di partecipazione del 20% detenuta nella società **LA PULITECNICA S.R.L** redatto sulla base delle informazioni disponibili e dei bilanci al 31 dicembre 2024.

PREMESSA

La presente perizia viene redatta secondo criteri di indipendenza, imparzialità e neutralità, nonché avendo riguardo ad un necessario approccio prudenziale, sia con riferimento alla esatta individuazione degli asset aziendali, sia soprattutto con riguardo alla loro valutazione.

Lo scrivente ha fatto sostanziale affidamento sulla bontà dei contenuti informativi acquisiti, sulla loro correttezza, veridicità, e completezza, nonché principalmente sulla buona fede delle informazioni ricevute e della documentazione messa a disposizione dal commissario liquidatore Dott. Francesco Notari e dalla società oggetto di perizia.

L'incarico non ha contemplato lo svolgimento di procedure di revisione sui bilanci o sui dati contabili delle Società interessate, né verifiche o accertamenti finalizzati all'individuazione di errori, inesattezze o informazioni di qualsiasi natura non riflesse nei documenti e nelle informazioni messe a disposizione dello scrivente.

La presente analisi ha natura consultiva e non vincolante ed è stata effettuata con esclusivo riferimento alle finalità indicate dalla mandante.

Circa l'elaborato peritale di seguito sono indicati il perimetro di riferimento, i presupposti ed i limiti, la metodologia utilizzata, la documentazione esaminata, le verifiche, le valutazioni adottate e le risultanze.

RELAZIONE PERITALE

NOTE SULLA SOCIETÀ OGGETTO DI STIMA

PULITECNICA S.r.l. è stata costituita in data 24 luglio 1984 ed è stata iscritta nel Registro delle Imprese di Reggio Emilia il 16 ottobre 1984 al n. REA: 164472.

L'Agenzia fiscale territorialmente competente è quella di Reggio Emilia presso la quale è identificata con il n. 01166710358 di Codice Fiscale e Partita IVA.

La sede legale della società è in Reggio Emilia (RE), Via Turri n. 63.

La durata della società è prevista sino al 31 dicembre 2040.

Alla data di riferimento della presente, la società ha un capitale sociale di € 50.000,00 interamente versato e così suddiviso:

- 80% di proprietà di Aguzzoli Michela, C.F. GZZMHL74D56I496K, e Dallari Miles, C.F. DLLMLS56C48L184B, in ragione di ½ ciascuno;
- 20% di proprietà di Pulireggio Società Cooperativa in liquidazione coatta amministrativa.

La società ha quale oggetto sociale statutario l'attività di:

"…

LA SOCIETA' HA PER OGGETTO L'ATTIVITA' DI PULIZIE IN GENERALE, UNITAMENTE A QUALSIASI ALTRA ATTIVITA' SIMILARE OD AFFINE. LA SOCIETA' POTRA' INOLTRE SVOLGERE:

A)L'ATTIVITA' DI COMMERCIO ALL'INGROSSO ED AL MINUTO DI ARTICOLI PER LA PULIZIA DELLA CASA E DELLA PERSONA, ELETTRODOMESTICI, MACCHINARI ED ATTREZZATURE OLTRE AD ARTICOLI TECNICI IN GENERE INERENTI IL SETTORE DELLE PULIZIE E MATERIALI DI RIVESTIMENTO;

B)L'ATTIVITA' DI COORDINAMENTO DAL PUNTO DI VISTA TECNICO, AMMINISTRATIVO E FINANZIARIO DELLE SOCIETA' PARTECIPATE, FORNENDO LA RELATIVA ASSISTENZA ANCHE IN TERMINI DI ELABORAZIONE E GESTIONE DEI DATI CONTABILI ED AZIENDALI;

C)LE ATTIVITA', IVI COMPRESE QUELLE PRELIMINARI E COMPLEMENTARI, DI MOVIMENTAZIONE DI MERCI E PRODOTTI E DI PULIZIA DI MAGAZZINI, PIAZZALI E CORTILI, DEPOSITO COLLI E BAGAGLI, IN SINTESI L'ATTIVITA' DI FACCHINAGGIO E SFALCIO CORTILI NONCHE' L'ATTIVITA' DI PORTIERATO.

ESSA POTRA' ALTRESI' COMPIERE TUTTE LE OPERAZIONI MOBILIARI, IMMOBILIARI E FINANZIARIE (NON NEI CONFRONTI DEL PUBBLICO) CHE SI RIVELINO NECESSARIE ED UTILI PER IL RAGGIUNGIMENTO DELL'OGGETTO SOCIALE, COMPRESE L'ASSUNZIONE DI PARTECIPAZIONI O L'ACQUISTO DI QUOTE O AZIONI IN ALTRE SOCIETA' O IMPRESE AVENTI OGGETTO AFFINE O CONNESSO AL PROPRIO ED IL RILASCIO DI GARANZIE FIDEJUSSORIE OD IPOTECARIE A FAVORE DI TERZI, SE NELL'INTERESSE SOCIALE.

SONO COMUNQUE ESCLUSE (I) L'ATTIVITA' FINANZIARIA NEI CONFRONTI DEL PUBBLICO EX D.LGS. 385/1993; (II) LE ATTIVITA' PROFESSIONALI RISERVATE AI SENSI DELLA LEGGE N.1815/1939; (III) TUTTE LE ATTIVITA' CHE PER LEGGE SONO RISERVATE A SOGGETTI MUNITI DI PARTICOLARI REQUISITI NON POSSEDUTI DALLA SOCIETA'.

…"

La società è attualmente amministrata da un amministratore unico nella persona della Sig.ra Aguzzoli Michela.

La società non è dotata di Collegio Sindacale.

METODOLOGIA

In adempimento all'incarico così conferito, previo esame della situazione patrimoniale-reddituale e finanziaria delle società, il sottoscritto dà evidenza delle principali metodologie valutative applicabili e rende opportuna disamina circa la metodologia applicata nella redazione della presente relazione.

Per la scelta delle metodologie adeguate ai fini della determinazione della misura del valore effettivo di mercato del patrimonio delle società si esaminano taluni dei diversi metodi per la valutazione d'azienda, elaborati dalla dottrina e dalla prassi aziendalistica[1].

La valutazione d'azienda è una complessa disciplina ai confini tra rigore scientifico e prassi professionale, spesso influenzata da logiche che risalgono sia alla diversità dei contesti culturali di riferimento sia alla natura dei soggetti chiamati ad esprimersi sul tema.

A tutto ciò si aggiunge la considerazione che la valutazione discende sempre da un mix di dati oggettivi, di stime e previsioni e di parametri discrezionali tali da rendere unico ogni lavoro.

Sotto il profilo culturale, la contrapposizione più forte riguarda l'approccio dell'Europa continentale rispetto a quello più tipicamente anglosassone: per quanto concerne il primato dei metodi cosiddetti assoluti su quelli relativi e, nell'ambito dei metodi assoluti, la preferenza per valutazioni basate su fattori patrimoniali e reddituali rispetto a quelle incentrate sull'informazione contenuta nei flussi di cassa.

Il successo dei metodi relativi è legato alla preferenza ad essi accordata dalle banche d'affari, protagoniste in anni recenti di operazioni destinate per portata e per valori movimentati ad incidere anche sulla stessa teoria della valutazione, tanto che oggi è difficile e raro pensare ad un lavoro di valutazione che non richiami, almeno come metodo di controllo, il riferimento ad un multiplo di mercato.

---

[1] Si veda: "*Il valore dell'impresa*" di T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, edizioni Il Sole 24 Ore;
"*Trattato sulla valutazione delle aziende*" di L. Guatri, edizioni Egea;
"*Finanza aziendale – Valutazioni*" di M. Massari, edizioni Mc Graw Hill;
"*La valutazione delle aziende*" di G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, edizioni Giappichelli.

Cultura anglosassone significa di per sé prevalenza della informazione finanziaria e immediato riscontro del modello teorico con la realtà delle transazioni di mercato: si tratta di un'impostazione culturale/metodologica che ben si declina con una delle quattro finalità che Guatri[2] indica come ambiti nei quali si pone il problema della valutazione con finalità diverse:

- le garanzie societarie, ossia tutti i casi in cui interventi di finanza straordinaria rendono necessario o opportuno accertare il valore in un dato momento;
- le strategie di sviluppo, di integrazione o di ristrutturazione (merger & acquisition, leveraged buy-out, management buy-out, ecc.);
- la formazione del bilancio, per effetto dell'adozione dei nuovi principi contabili internazionali;
- la stima di performance, ad integrazione dell'informazione strettamente contabile.

Per questi motivi in una normale stima del valore economico delle aziende assume rilevanza il patrimonio aziendale alla data di riferimento della valutazione, di cui è necessario apprezzare tanto gli aspetti quantitativi, che qualitativi, che la capacità di produzione del reddito.

La scelta metodologica di uno o più metodi di valutazione dipende quindi non solo dalla disponibilità delle informazioni, ma anche dalle condizioni e circostanze in atto ed in prospettiva. Inoltre nel processo valutativo assume importanza fondamentale la definizione degli obiettivi in funzione del contesto in cui si manifesta la necessità di stimare il valore del capitale aziendale.

La valutazione di una azienda consiste infatti in un processo finalizzato alla stima del suo valore attraverso l'utilizzo di uno o più metodi specifici.

Nei mercati finanziari, e quindi per società quotate o in fase di *IPO (Initial Public Offering)*, è ormai opinione diffusa che un'azienda possa essere valorizzata sulla base di multipli di mercato o dei flussi di cassa che produrrà in futuro.

Questa tendenza viene confermata da una ricerca[3] che ha analizzato le scelte valutative ed i processi di pricing adottati dalle società protagoniste di IPO sul mercato nazionale ed evidenzia che i metodi più spesso utilizzati sono quelli dei multipli di mercato (metodo principale) e di un metodo finanziario DCF (come metodo di controllo).

In Italia tuttavia, forse anche per effetto di alcune valutazioni "*irrazionalmente esuberanti*"[4] avvenute nel periodo della *new economy*, si riscontrano ancora approcci di tipo tradizionale e si è mantenuta una distanza concettuale dall'idea che il valore di un'impresa fosse strettamente collegato ai soli flussi di cassa che produce.

Per questo motivo nel nostro paese trovano maggior riscontro metodi di valutazione basati sulla determinazione analitica dei valori degli *assets* della azienda (metodo patrimoniale), metodi basati sui flussi dei risultati economici normalizzati (metodo reddituale) e metodi misti (patrimoniale-

[2] Si veda: Guatri-Bini in "*Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*", EGEA 2005.
[3] Si veda la rivista "*La valutazione delle aziende*" diretta da L. Guatri, marzo 2007.
[4] Si veda "*Guida alla valutazione – Listing Guides*" di Borsa Italiana S.p.A..

reddituale) tra cui la prassi italiana tende a privilegiare nella valutazione delle aziende di servizi ed industriali il cosiddetto metodo UEC, cioè il Metodo della Union Europeenne des Experts Contables (ora FEE).

Inoltre buona parte del valore delle aziende Italiane è rappresentata da *intangibles* (in particolare marchi e brevetti) e pertanto occorre particolare attenzione nel processo valutativo in quanto i metodi dei multipli o finanziari potrebbero non tenere in debito conto tali *assets*[5].

E' poi da segnalare che il periodo particolarmente incerto, atipico e strutturalmente debilitato, che l'economia mondiale sta attraversando consente di riabilitare se non confermare nella più recente prassi valutativa l'approccio maggiormente prudenziale.

In via preliminare è da evidenziare che il metodo patrimoniale si basa sul presupposto che il capitale economico di una azienda corrisponda al patrimonio netto rettificato, dato dalla somma del valore corrente degli *assets* meno il valore del capitale di terzi. Tale metodo è indicato per la valutazione delle società immobiliari, il cui valore è costituito di fatto dal valore dei beni immobili di proprietà e in leasing al netto dell'indebitamento.

Il metodo reddituale procede invece alla determinazione di un reddito normalizzato, attualizzato, nel modello della rendita perpetua, ad un tasso di rendimento espressivo dello specifico rischio aziendale.

Il metodo misto infine stima il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato il *goodwill*, dato dall'attualizzazione dei redditi futuri in eccesso che la società è in grado di generare rispetto ai risultati medi del settore.

I metodi invece maggiormente diffusi per aziende di medio-grandi dimensioni e dalla *financial comunity* sono il metodo del *Discounted Cash Flow (DCF)*, il metodo dei multipli di mercato (multiplo dell'*EBITDA*) e l'*EVA*.

Più complessa è la determinazione del valore con il metodo DCF, ottenibile solo mediante piani formalizzati attendibili di flussi di cassa, unitamente alla discrezionalità insita nella definizione dei parametri di attualizzazione nonché nella determinazione del valore finale.

Per tutti questi motivi la scelta del metodo di valutazione appropriato della società LA PULITECNICA S.r.l. è quello di utilizzare una metodologia composta utilizzando un "*Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)*"[6].

><

[5] In tal senso una ricerca pubblicata sulla rivista "*Mark Up"* nel settembre 2007 si rileva che, secondo una qualificata società internazione di business advisory, una percentuale compresa tra il 37% ed il 68% del valore di primarie società italiane del settore della grande distribuzione è rappresentato dal portafoglio marchi.

[6] Si veda: Guatri-Bini in "*Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*", EGEA 2005, pagg. 36.

CRITERI DI VALUTAZIONE

Di seguito si illustrano le principali metodologie di valutazione:

1- Metodi patrimoniali

I criteri patrimoniali analitici si basano sulla stima delle attività e delle passività aziendali.

Secondo la più autorevole dottrina esistono tre possibilità:

a- tener conto solo dei beni contabilizzati, cioè già iscritti in bilancio, materiali ed immateriali, oltre alle altre attività e passività (*criterio patrimoniale semplice*);

b- considerare anche altri beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un effettivo, o comunque ritenuto tale, valore di mercato (*criterio patrimoniale complesso di primo grado*);

c- tener conto anche di altri beni immateriali non contabilizzati e non dotati di valore di mercato (*criterio patrimoniale complesso di secondo grado*).

In pratica con metodologie di tipo patrimoniale, più o meno complesse, si tende ad esprimere il valore dell'azienda in misura pari al valore netto contabile, teoricamente rettificato sulla base della revisione degli elementi attivi e passivi, ed al netto del connesso effetto fiscale figurativo. In particolare, al patrimonio netto contabile devono essere sommate algebricamente le rettifiche da apportare agli elementi del capitale di funzionamento, costituenti specifica valutazione.

Il valore del patrimonio netto rettificato **K** risulta dalla somma dei valori degli elementi costitutivi dell'attivo detratto l'ammontare delle passività. Qualora si utilizzino dei metodi complessi occorre inserire nella valutazione una stima dei beni immateriali non contabilizzati quali know-how, avviamento, ecc… .

In concreto, il metodo patrimoniale consiste nello stimare e nel sommare il "valore corrente" dei diversi elementi positivi e negativi che concorrono a formare il capitale netto dell'azienda.

La valutazione delle singole poste deve essere effettuata in una logica di funzionamento, utilizzando valori di mercato o di sostituzione.

2- Metodi reddituali

Il principale metodo reddituale, detto "puro", si fonda sull'attualizzazione dei flussi dei redditi futuri in modo da determinare il valore economico aziendale come esclusivamente connesso alla capacità di produzione di reddito, secondo la formula:

$$W = R/i$$

dove

W = valore economico dell'azienda;

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Il reddito medio normale atteso, netto di imposta, è una media appropriatamente calcolata, ponderando dati normalizzati di reddito storici e prospettici, desunti anche da budget aziendali, se ed in quanto esistenti.

Il valore del reddito medio normalizzato deve essere in grado di esprimere la capacità di produrre reddito, considerando le caratteristiche distintive dell'azienda da valutare.

Il processo di normalizzazione richiede l'eliminazione delle componenti a carattere straordinario, o comunque non ricorrenti, e la depurazione dall'effetto inflattivo.

Quanto al tasso **i**, è da rimarcare che, per procedere all'attualizzazione del reddito medio normale, **i** deve essere in grado di esprimere il tasso di rendimento del capitale proprio giudicato soddisfacente, considerato il grado di rischio della specifica impresa. Esso è tanto maggiore quanto più elevato è il rischio per l'impresa e per l'investimento (tenendo conto del rischio settore, dell'ambiente competitivo, delle congiunture settoriali ed economiche, ecc…) e quanto più elevati sono i tassi di rendimento degli investimenti a basso grado di rischio.

3- *Metodi misti di tipo patrimoniale-reddituale*

Il più usato in Italia risulta essere normalmente il cosiddetto *metodo U.E.C. semplice*, mediante il quale il valore economico dell'azienda è espresso come somma del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito atteso (*goodwill o badwill*) per un numero di esercizi limitati.

L'extrareddito atteso è la differenza tra reddito medio normale atteso - **R** - ed il reddito giudicato soddisfacente in relazione all'investimento -**Ki**-.

Si avrà così che:

$$\mathbf{W = K + (R - Ki)}\ a[n]i'$$

dove

W = valore del capitale economico;

K = patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di rendimento giudicato soddisfacente = pari al tasso di rendimento degli investimenti a basso rischio più un premio di rischio legato al settore;

n = numero degli anni di cui si compone il periodo di attualizzazione;

i' = tasso di attualizzazione.

Il patrimonio netto rettificato – **K** – oltre ad essere il valore economico del metodo patrimoniale, costituisce, come si può notare, uno dei parametri necessari per l'applicazione dei metodi misti patrimoniali-reddituali.

La dottrina ha stabilito una correlazione tra le variabili in gioco.

In particolare:

se **(R – Ki) > 0** allora **i'>i**

se **(R – Ki) < 0** allora **i'<i**.

Per quanto attiene il periodo di attualizzazione:

se **Ki<R<1,5 Ki** **n = 3-5 anni,**

se **1,5 Ki<R<2 Ki** **n = 5-8 anni,**

se **2Ki<R<2,5 Ki** **n = 8-10 anni.**

Nei rari casi in cui **R<Ki**, allora **n < 3 anni**.

Nei casi in cui **R>2,5Ki** allora si può usare un periodo vicino ai **10 anni**.

I valori determinati nel corso dei lavori peritali per le singole poste attive e passive dovrebbero essere basati sulla considerazione pregiudiziale degli effetti sinergici dei medesimi, in quanto tali poste dovrebbero essere considerate armonicamente organizzate ed inserite in una unità produttiva che continua la medesima attività d'impresa.

4 – *Metodi finanziari*

Sebbene non siano da tutti gli operatori totalmente condivise ed accettate, le metodologie finanziarie stanno riscontrando negli ultimi anni un consistente sviluppo da parte degli investitori finanziari ed istituzionali per la valutazione di grandi imprese, pur con la cautela ultimamente intervenuta in conseguenza del periodo di crisi e instabilità che proprio dalle grandi imprese ha iniziato ad avere riflessi particolarmente gravi.

I metodi finanziari, nelle loro diverse forme, si fondano sul principio per cui il valore di qualunque attività economica è rappresentato dal valore attualizzato dei flussi di cassa complessivi che tale attività è destinata a generare in futuro a favore dei propri detentori.

I metodi finanziari fanno coincidere quindi il valore dell'azienda con il valore attuale dei suoi flussi di cassa attesi.

Il valore della azienda oggetto di valutazione non può non prescindere dalla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguati a soddisfare le aspettative di remunerazione dell'investitore.

La metodologia denominata *Discounted Cash Flow Approach (DCF)* rappresenta la versione più diffusa e quella che nella pratica professionale viene ad essere utilizzata con maggiore frequenza. Tale criterio, basato sui flussi di cassa disponibili calcolati prima degli oneri finanziari, parte dal presupposto che il reddito che l'azienda potenzialmente riesce a generare non rappresenta un'utilità per l'azionista fino a quando esso non si trasforma in "liquidità".

Generare reddito, infatti, non significa generare cassa.

Sostanzialmente con tale metodologia l'azienda viene considerata alla stregua di un investimento, il cui valore è rappresentato dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati al tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi omogenei.

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

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro (*Enterprise Value*), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*);
- la posizione finanziaria netta espressa a valori di mercato (in pratica, approssimando, si usa nella prassi aziendale la posizione finanziaria netta risultante dall'ultimo bilancio);
- il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*surplus assets*).

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

$$\mathbf{W} = \sum_{t=1}^{n} \frac{\mathbf{OFCF}_t}{(1 + \mathbf{WACC})^t} + \mathbf{V}_f - \mathbf{D} - \mathbf{M} + \mathbf{SA}$$

dove

OFCF$_t$ = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di analisi;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione;

V$_f$ = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da $n + 1$ in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = eventuali *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = eventuali *surplus assets*.

Il *metodo DCF* fa riferimento ai flussi di cassa prospettici generati, o assorbiti, dalla gestione operativa dell'impresa calcolati al lordo degli oneri finanziari; si vuole quindi determinare "*il valore dell'attività operativa*", cioè il valore dell'impresa, senza tenere conto della struttura finanziaria e di elementi straordinari o extra-operativi. Di conseguenza, le operazioni inerenti il pagamento di oneri finanziari, l'accensione o il rimborso di debiti finanziari non appartengono alla gestione operativa ma bensì alla gestione finanziaria dell'impresa e per tale motivo non sono considerati nel calcolo dei flussi di cassa.

Tuttavia, a fronte di una validità teorica ineccepibile del metodo dei flussi di cassa, esistono alcune difficoltà applicative che rendono spesso tale approccio poco attendibile.

La bontà dei dati che si possono ottenere da un *DCF* dipende principalmente dagli *input* e quindi dalla capacità di individuare le sue principali variabili.

Il principale problema applicativo di tale metodo risiede infatti nella difficoltà operativa di determinare le due variabili principali del calcolo ovvero i flussi di cassa attesi ed il tasso di sconto da applicare.

I flussi dei primi anni di previsione si basano solitamente sui dati prospettici tratti dal piano della società che deve, in relazione anche alle serie storiche, risultare coerente, attendibile e sostenibile finanziariamente. Per gli anni successivi si deve procedere ad una stima prudenziale del tasso di crescita del fatturato e dell'incidenza percentuale dei margini operativi.

E' immediatamente comprensibile che per avere una valutazione corretta con il *DCF* occorre, *in primis*, avere a disposizione piani industriali, rendiconti finanziari e budget completi di dettagli e ricostruzioni - con particolare riferimento alla pianificazione degli investimenti - dei processi che andranno a generare i flussi di cassa operativi.

Occorre inoltre appartenere ad un settore consolidato non ciclico sul quale si possono effettuare analisi di lungo periodo.

Il secondo problema operativo che deve essere affrontato in sede di valutazione con il metodo finanziario consiste nell'identificare il tasso di sconto al quale attualizzare i flussi di cassa ottenuti. Tale fase rappresenta sicuramente il punto più delicato e complesso dell'intera procedura valutativa. Normalmente viene utilizzato un tasso determinato come differenza tra il tasso di sconto determinato con il calcolo del *WACC (Weighted Average Cost of Capital – Costo medio ponderato del capitale)* ed il tasso di crescita dei flussi ipotizzato per gli anni successivi al periodo di previsione al lordo dell'inflazione prevista. Il *WACC* esprime invece il costo che l'impresa sostiene per produrre i flussi di cassa futuri; esso rappresenta quindi il rendimento richiesto da coloro che intendono finanziare l'impresa in termini di capitale di rischio e di reddito.

A ciò si aggiunga che per calcolare il *WACC* occorre disporre di una misura significativa del rischio, indispensabile per determinare il tasso di attualizzazione; la difficoltà è particolarmente evidente per le società non quotate in cui non esiste un coefficiente *beta* espresso dal mercato ed il parametro dedotto da società quotate del settore presenta limiti correlati ai diversi gradi di rischio derivanti dalla differente dimensione dell'attività (coefficiente più elevato per società di minori dimensioni), dal posizionamento all'interno del settore (società *leader* presentano coefficienti *beta* inferiori ai *follower*) ed il grado di indebitamento (ad un maggior *leverage* corrisponde un *beta* più elevato).

Anche l'orizzonte temporale di riferimento (di solito tra 6 e 10 anni) complica notevolmente il processo valutativo e di affidabilità dei dati da raccogliere come *input*. Appare immediatamente chiaro che una valutazione attraverso tale metodologia implica che l'analista abbia a disposizione

una complessa documentazione, soprattutto con riferimento a dati prospettici del settore e dell'azienda, al fine di valutare con sufficiente approfondimento le caratteristiche della società, le sue prospettive e le prospettive del settore di appartenenza.

Altra metodologia di particolare interesse, che offre una diversa rappresentazione del valore rispetto al *DCF*, è l'*EVA* (*Economic Value Added*).

L'*EVA*[7] è una metodologia di determinazione della performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti; viene quindi utilizzata per misurare il valore creato, ovvero "*il profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto*".

L'*EVA* si fonda quindi sull'assunto per cui una azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo delle fonti complessive di finanziamento; la misura del valore generato o distrutto è quindi pari al profitto operativo, al netto delle imposte, dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito.

La formula che esprime il valore dell'azienda con l'*EVA* è quindi la seguente:

$$\mathbf{W = NOPAT - (WACC \times CE)}$$

dove

NOPAT *(Net Operating Profit After Tax)* = risultato operativo netto d'imposta;

WACC = costo medio ponderato del capitale investito;

CE = capitale investito netto risultante dall'ultimo bilancio.

Tuttavia, appare immediatamente comprensibile che anche per la determinazione dell'*EVA* occorre utilizzare e quindi fissare il *WACC* ed il coefficiente *beta* di rischiosità specifica pertanto le considerazioni sulla difficoltà applicativa del metodo sono le medesime.

5 – *Metodi empirici o dei multipli di mercato*

E' frequente, soprattutto da parte della prassi anglo-sassone, l'adozione di sistemi empirici che fondano le regole di valutazione su una certa percentuale o moltiplicatori da applicare a determinate grandezze (fatturato, punti vendita, rete di vendita, MOL, EBIT, EBIDTA, ecc...).

Tali regole, definite "*thumb rules*", sicuramente per la loro semplicità di impostazione, sono tra i sistemi di valutazione utilizzati più frequentemente. Tali criteri, soprattutto quello del multiplo del *MOL*, sono molto spesso applicati nella pratica anche come metodologie di controllo, attraverso le quali lo stimatore confronta i risultati emersi dall'applicazione di metodi reddituali o finanziari.

[7] Tratto da "*Guida alla valutazione – Listing Guides*" di Borsa Italiana S.p.A..

In particolare i metodi dei multipli di mercato presuppongono che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Nei mercati finanziari delle società quotate ci si basa su multipli calcolati come rapporti tra le quotazioni borsistiche e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così ottenuti vengono applicati, con opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze delle società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata nei mercati borsistici.

Altri metodi empirici traggono origine dalla consuetudine di monitorare le transazioni commerciali effettive di mercato in un determinato paese o in una determinata area o addirittura in una città.

In alcuni casi si rendono indispensabili quando, ad esempio, non si dispone di dati attendibili per normalizzare il reddito od i flussi di cassa.

Sono applicabili sia a società di grosse dimensioni (nel settore bancario le valutazioni spesso tengono conto degli indicatori di raccolta o del numero degli sportelli; nel settore telefonico si tiene conto dei contratti attivati, ecc.), sia ad aziende di piccole dimensioni del commercio (ad esempio bar, panifici ed altri esercizi commerciali in cui si applica un coefficiente agli incassi annuali a seconda dell'ubicazione e della vetustà dell'attrezzatura).

La prassi operativa consolidata ha quindi ormai definito alcuni criteri di fissazione del *pricing* nelle compravendite di società applicando ad alcuni indicatori economici come, ad esempio, la differenza tra i ricavi ed i costi di natura operativa, comunemente denominata *MOL (Margine Operativo Lordo)* o anche *EBITDA* (utile prima di interessi passivi, imposte, ammortamenti su beni materiali ed immateriali e leasing) o come l'utile prima di interessi e imposte, detto *EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)*, alcuni multipli e moltiplicatori.

Sovente nelle compravendite aziendali il prezzo viene infatti fissato utilizzando quale parametro il *MOL* o l'*EBITDA* (normalizzati) moltiplicato per fattori che vanno, indicativamente da 4 a 10 in base al settore di appartenenza.

Appare quindi non corretto negare scientificità a tali metodi perché in realtà, sulla base di un comportamento effettivo delle transazioni, individuano una regola statistica di valutazione.

><

DOCUMENTAZIONE E LAVORI PERITALI

Al fine di eseguire l'incarico conferito sono stati esaminati i seguenti documenti che vengono conservati in copia presso lo Studio del perito:

- visura storica societaria;
- statuto sociale;
- Bilancio di esercizio al 31/12/2024-23-22-21-20;
- DURC regolare con scadenza 23 gennaio 2026;
- situazione debitoria estratta da Agenzia Riscossione che evidenzia l'assenza di debiti al 14 luglio 2025;
- contratto di leasing immobiliare in essere con Unicredit Leasing.

Sebbene siano state adottate tutte le necessarie precauzioni per un'accurata stesura dell'elaborato peritale, si precisa che il sottoscritto non ha svolto, né ha fatto svolgere, una verifica indipendente in merito alla completezza, correttezza e veridicità dei dati e delle informazioni indicate nei documenti ufficiali o riferite direttamente dal Commissario Liquidatore.

ANALISI DEI RISULTATI

Ai fini della scelta del criterio di valutazione più adeguato da utilizzare nella propria valutazione lo scrivente ritiene opportuno effettuare una breve analisi dei risultati derivanti dai dati economici storici della **Società LA PULITECNICA**:

Conto economico	2022	2023	2024
Ricavi vendite	3.367.548,00	3.854.984,00	4.079.457,00
Altri ricavi	18.379,00	63.463,00	2.070,00
A) Valore della produzione	**3.385.927,00**	**3.918.447,00**	**4.081.527,00**
Costi per materie prime	21.420,00	36.217,00	82.291,00
Costi per servizi	2.912.455,00	3.225.561,00	3.242.978,00
Costi per godimento beni di terzi	63.282,00	118.973,00	123.773,00
Costi per il personale	162.680,00	147.990,00	155.097,00
Ammortamenti	80.795,00	118.903,00	154.109,00
Svalutazioni		7.500,00	
Variazione rimanenze materie prime e merci	5.669,00	- 178,00	- 3.738,00
Accantonamenti per riscchi	37.500,00	20.000,00	27.500,00
Altri accantonamenti	-	-	-
Oneri diversi di gestione	12.992,00	80.760,00	39.162,00
B) Costi della produzione	**3.296.793,00**	**3.755.726,00**	**3.821.172,00**
A - B Differenza tra valore e costi della produzione	**89.134,00**	**162.721,00**	**260.355,00**
Proventi finanziari da imprese controllate			
Oneri finanziari	33.075,00	52.797,00	51.392,00
Svalutazione partecipazioni	-	-	38.969,00
Utili e perdite su cambi	-	-	-

C) Proventi e oneri finanziari	**- 33.075,00**	**- 52.797,00**	**- 90.361,00**
Risultato prima delle imposte	**56.059,00**	**109.924,00**	**169.994,00**
Imposte correnti	36.410,00	50.945,00	42.350,00
Utile (perdita) dell'esercizio	**19.649,00**	**58.979,00**	**127.644,00**

Dall'analisi dei dati sopra riportati si evince un trend positivo di aumento del fatturato e dell'utile d'esercizio. Lo stato patrimoniale di La Pulitecnica al 31.12.2024, può essere così sintetizzato:

Descrizione	**Valore da bilancio 31/12/2024**
Software e web smart	394.436,60
Avviamento/rivalutazione	808.131,27
Manutenzione beni di terzi	7.315,40
Immobilizzazioni immateriali	**1.209.883,27**
Impianti generici	43.302,00
Macchinari	313.445,45
Impianti telefonici e fax	37.005,30
Impianto di climatizzazione	15.803,64
Attrezzature elettroniche	11.012,17
Attrezzatura varia e minuta	9.348,70
Attrezzature aziendali	67.394,90
Mobili e macchine ordinarie d'ufficio	18.436,52
Macchine elettromeccaniche d'ufficio	47.011,78
Automezzi aziendali	21.312,40
Arredamento	61.884,20
Immobilizzazioni materiali	**645.957,06**
Partecipazioni in altre imprese	116.907,99
Partecipazione Emilbanca	3.354,00
Depositi cauzionali su contratti	2.079,12
Immobilizzazioni finanziarie	**122.341,11**
Rimanenze di prodotti finiti	9.715,79
Rimanenze	**9.715,79**
Crediti v/clienti	884.498,29
Fatture da emettere	74.322,00
Erario c/credito d'imposta	36.418,20
Erario c/Ires	3.259,24
Erario c/iva	25.086,00
Regioni c/Irap	8.969,47
Crediti	**1.032.553,20**
Altri titoli	14.800,00
Attività che non costituiscono immobilizzazioni	**14.800,00**
Unicredit Banca c/c	13.226,67
Mps Banca c/c	8.286,66
Banca Privata Leasing c/c	43.424,98
BPM Banca c/c	1.403,37
BPER Banca c/c	77.415,53
Intesa Banca c/c	42.495,61
Emilbanca c/c	11.385,95
Denaro in cassa	1.784,43
Disponibilità liquide	**199.423,20**
Risconti attivi	14.070,14

Ratei e risconti attivi	**14.070,14**
TOTALE ATTIVO	**3.248.743,77**
F/Amm licenza d'uso software	62.482,00
F/Amm avviamento	207.824,13
F/Amm altre immobilizzazioni immateriali	1.097,31
F/Amm immobilizzazioni immateriali	**271.403,44**
F/Amm impianti generici	18.840,58
F/Amm macchinari	178.007,67
F/Amm impianto climatizzazione	16.559,07
F/Amma attrezzature industriali	9.471,96
F/Amm attrezzature varie e minute	4.395,41
F/Amm attrezzatura minuta	46.107,68
F/Amm mobili e macchine ordinarie d'ufficio	11.893,95
F/Amm macchine elettromeccaniche d'ufficio	25.464,47
F/Amm telefonia cellulare-fissa	31.661,01
F/Amm autocarri/autovetture	19.645,78
F/Amm arredamento	60.330,69
F/Amm immobilizzazioni materiali	**422.378,27**
Fondo rischi crediti/causa	45.000,00
Fondo trattamento fine mandato	100.000,00
Fondo svalutazione crediti	37.500,00
Fondi per rischi e oneri	**182.500,00**
Debiti P/T.F.R.	37.369,17
Trattamento di fine rapporto lavoro subordinato	**37.369,17**
Banca SBF	328.917,16
Finanziamento Unicredit	46.475,08
Finanziamento Intesa	174.746,46
Finanziamento BPER	145.667,58
Debiti verso fornitori	509.233,57
Fornitori fatture da ricevere	6.213,13
Erario c/imposta sostitutiva riv TFR	208,02
Erario c/rit lavoro dipendente	38.509,48
Erario c/rit lavoro autonomo	394,50
Inps c/contributi lav dip	3.229,00
Inail c/c contributi	87,19
Amministratori c/compensi	19.105,00
Dipendenti c/retribuzioni	12.932,40
Debiti	**1.285.718,57**
Ratei passivi	10.697,64
Ratei e risconti passivi	**10.697,64**
Capitale sociale	50.000,00
Riserva di rivalutazione	692.747,10
Riserva legale	8.056,07
Riserva straordinaria	148.316,03
Versamenti c/aumento capitale	11.912,90
Utile d'esercizio	127.644,58
Patrimonio netto	**1.038.676,68**
TOTALE PASSIVO	**3.248.743,77**

Dall'analisi delle tabelle sopra riportate si evince che la società oggetto di valutazione è una società operativa dotata sia di componenti patrimoniali sia di componenti reddituali.

METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

Nella prassi aziendalistica nazionale, di gran lunga i metodi più utilizzati sono quelli di tipo misto patrimoniale – reddituale soprattutto nelle valutazioni richieste a tutela di creditori e soci dal Codice Civile.

Nelle operazioni di acquisizione e di fusione (*M&A*) si ricorre principalmente ai metodi del *Discounted Cash Flow Approach (DCF)*, dei moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili.

Occorre inoltre premettere che nella scelta del metodo appropriato di valutazione hanno rilevanza fondamentale le informazioni a disposizione ed il grado di attendibilità, soprattutto in chiave previsionale e di settore, delle stesse.

In ogni caso, qualsiasi sia il metodo e l'obiettivo della valutazione, vi è la necessità di garantire razionalità e trasparenza all'intero processo valutativo, motivando adeguatamente le scelte compiute.

Da tutto ciò discende la necessità di tenere conto di molti elementi nella scelta del metodo di valutazione, a partire dallo scopo del lavoro e dagli indirizzi di pensiero prevalenti, e di comporre il risultato di più metodi per la formulazione del giudizio complessivo.

Il giudizio complessivo deriva, oltre che dall'analisi delle informazioni sull'azienda supportata da adeguate verifiche da parte dell'esperto, dalla lettura composta dei risultati della valutazione derivanti dall'applicazione di più metodi con l'obiettivo di ottenere giudizi accurati e affidabili.

Tale concetto viene definito "*Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)"* e viene definito come *"un processo basato idealmente su tre "pilastri":*

a) valori assoluti, ispirati a modelli e formule, che conducono a una misura fondata su vari principi, criteri, metodi;

b) valori relativi, fondati sui multipli di società comparabili o di transazioni comparabili;

c) base informativa e analisi fondamentale"[8].

Lo scrivente, per le considerazioni sopra esposte, ritiene che i metodi più appropriati per determinare il valore della società siano quello di tipo **misto patrimoniale-reddituale,** che si ritiene comunque opportuno mediare/confrontare con il metodo dei **moltiplicatori di mercato tenuto poi conto in questo ultimo caso dell'effetto della PFN**.

Il valore puntuale di stima sarà quindi determinato all'interno dell'intervallo individuato attraverso una media dei valori che verranno individuati con le due modalità di calcolo, tenendo in considerazione la realtà societaria oggetto della presente valutazione.

La valutazione tramite il metodo misto patrimoniale–reddituale, che rappresenta la metodologia di valutazione più diffusa, è la sintesi di una valutazione patrimoniale e di una valutazione reddituale effettuata attualizzando il risultato prospettico medio atteso.

[8] Guatri-Bini in "*Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*", EGEA 2005, pag. 36.

Il metodo dei multipli dell'*EBITDA* consente invece di pervenire alla stima dell'azienda, procedendo prima a ponderare il valore dell'*EBITDA* da considerare attraverso l'esame dei dati aziendale.

Il risultato così ottenuto viene moltiplicato per un moltiplicatore che permette di ottenere un valore che, algebricamente sommato alla posizione finanziaria netta dell'azienda (calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve che a lungo termine, al netto della "cassa" e delle disponibilità finanziarie in portafoglio facilmente liquidabili), consente di determinare il valore dell'azienda o *equity value*.

Tale metodo è sempre più frequentemente adottato nella prassi internazionale perché l'*EBITDA* non è inquinato, per così dire, dalle politiche di ammortamento, indebitamento e di natura fiscale che si vengono a determinare nei diversi paesi.

METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

Si procede pertanto alla determinazione del valore con il metodo misto di tipo patrimoniale–reddituale.

Quale metodo misto si utilizzerà il cosiddetto *metodo U.E.C. semplice*, mediante il quale il valore economico dell'azienda è espresso come somma del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito atteso (*goodwill o badwill*) per un numero di esercizi limitati.

L'extrareddito atteso è la differenza tra reddito medio normale atteso - **R** - ed il reddito giudicato soddisfacente in relazione all'investimento -**Ki**-.

La formula è:

$$\mathbf{W = K + (R - Ki)}\ a[n]i'$$

dove

W = valore del capitale economico;

K = patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di rendimento giudicato soddisfacente = pari al tasso di rendimento degli investimenti a basso rischio più un premio di rischio legato al settore;

n = numero degli anni di cui si compone il periodo di attualizzazione;

i' = tasso di attualizzazione; si tratta di un tasso di rischiosità specifica.

1. La determinazione del patrimonio netto

Per la determinazione del patrimonio netto rettificato si è preso a riferimento il patrimonio netto risultante dal bilancio al 31 dicembre 2024

Si riporta di seguito il prospetto di determinazione del patrimonio netto rettificato:

Descrizione	Valore da bilancio 31/12/2024	Valore stimato dal perito
Software e web smart	394.436,60	165.977,30
Avviamento/rivalutazione	808.131,27	-
Manutenzione beni di terzi	7.315,40	-
Immobilizzazioni immateriali	**1.209.883,27**	**165.977,30**
Impianti generici	43.302,00	43.302,00
Macchinari	313.445,45	313.445,45
Impianti telefonici e fax	37.005,30	37.005,30
Impianto di climatizzazione	15.803,64	15.803,64
Attrezzature elettroniche	11.012,17	11.012,17
Attrezzatura varia e minuta	9.348,70	9.348,70
Attrezzature aziendali	67.394,90	67.394,90
Mobili e macchine ordinarie d'ufficio	18.436,52	18.436,52
Macchine elettromeccaniche d'ufficio	47.011,78	47.011,78
Automezzi aziendali	21.312,40	21.312,40
Arredamento	61.884,20	61.884,20
Fabbricato in leasing		229.000,00
Immobilizzazioni materiali	**645.957,06**	**874.957,06**
Partecipazioni in altre imprese	116.907,99	-
Partecipazione Emilbanca	3.354,00	3.354,00
Depositi cauzionali su contratti	2.079,12	2.079,12
Immobilizzazioni finanziarie	**122.341,11**	**5.433,12**
Rimanenze di prodotti finiti	9.715,79	9.715,79
Rimanenze	**9.715,79**	**9.715,79**
Crediti v/clienti	884.498,29	884.498,29
Fatture da emettere	74.322,00	74.322,00
Erario c/credito d'imposta	36.418,20	36.418,20
Erario c/Ires	3.259,24	3.259,24
Erario c/iva	25.086,00	25.086,00
Regioni c/Irap	8.969,47	8.969,47
Crediti	**1.032.553,20**	**995.238,49**
Altri titoli	14.800,00	14.800,00
Attività che non costituiscono immobilizzazioni	**14.800,00**	**14.800,00**
Unicredit Banca c/c	13.226,67	13.226,67
Mps Banca c/c	8.286,66	8.286,66
Banca Privata Leasing c/c	43.424,98	43.424,98
BPM Banca c/c	1.403,37	1.403,37
BPER Banca c/c	77.415,53	77.415,53
Intesa Banca c/c	42.495,61	42.495,61
Emilbanca c/c	11.385,95	11.385,95
Denaro in cassa	1.784,43	1.784,43
Disponibilità liquide	**199.423,20**	**199.423,20**
Risconti attivi	14.070,14	-
Ratei e risconti attivi	**14.070,14**	**-**
TOTALE ATTIVO	**3.248.743,77**	**2.265.544,96**
F/Amm licenza d'uso software	62.482,00	-
F/Amm avviamento	207.824,13	-
F/Amm altre immobilizzazioni immateriali	1.097,31	-
F/Amm immobilizzazioni immateriali	**271.403,44**	**-**
F/Amm impianti generici	18.840,58	18.840,58
F/Amm macchinari	178.007,67	178.007,67

F/Amm impianto climatizzazione	16.559,07	16.559,07
F/Amma attrezzature industriali	9.471,96	9.471,96
F/Amm attrezzature varie e minute	4.395,41	4.395,41
F/Amm attrezzatura minuta	46.107,68	46.107,68
F/Amm mobili e macchine ordinarie d'ufficio	11.893,95	11.893,95
F/Amm macchine elettromeccaniche d'ufficio	25.464,47	25.464,47
F/Amm telefonia cellulare-fissa	31.661,01	31.661,01
F/Amm autocarri/autovetture	19.645,78	19.645,78
F/Amm arredamento	60.330,69	60.330,69
F/Amm immobilizzazioni materiali	**422.378,27**	**422.378,27**
Fondo rischi crediti/causa	45.000,00	45.000,00
Fondo trattamento fine mandato	100.000,00	100.000,00
Fondo svalutazione crediti	37.500,00	37.500,00
Fondi per rischi e oneri	**182.500,00**	**182.500,00**
Debiti P/T.F.R.	37.369,17	37.369,17
Trattamento di fine rapporto lavoro subordinato	**37.369,17**	**37.369,17**
Banca SBF	328.917,16	328.917,16
Finanziamento Unicredit	46.475,08	46.475,08
Finanziamento Intesa	174.746,46	174.746,46
Finanziamento BPER	145.667,58	145.667,58
Debiti verso fornitori	509.233,57	509.233,57
Fornitori fatture da ricevere	6.213,13	6.213,13
Erario c/imposta sostitutiva riv TFR	208,02	208,02
Erario c/rit lavoro dipendente	38.509,48	38.509,48
Erario c/rit lavoro autonomo	394,50	394,50
Inps c/contributi lav dip	3.229,00	3.229,00
Inail c/c contributi	87,19	87,19
Amministratori c/compensi	19.105,00	19.105,00
Dipendenti c/retribuzioni	12.932,40	12.932,40
Debito residuo leasing immobiliare		107.139,00
Debiti	**1.285.718,57**	**1.392.857,57**
Ratei passivi	10.697,64	-
Ratei e risconti passivi	**10.697,64**	**-**
Capitale sociale	50.000,00	-
Riserva di rivalutazione	692.747,10	-
Riserva legale	8.056,07	**-**
Riserva straordinaria	148.316,03	-
Versamenti c/aumento capitale	11.912,90	-
Utile d'esercizio	127.644,58	-
Patrimonio netto	**1.038.676,68**	**-**
TOTALE PASSIVO	**3.248.743,77**	**2.035.105,01**
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K)		**230.439,95**

Si precisa che:

- immobilizzazioni materiali: la voce è costituita da software e web smart, dall'avviamento rivalutato nel 2021 e dalle spese di manutenzione dei beni di terzi. Ai fini della presente perizia l'**avviamento**, già iscritto a bilancio, viene integralmente rettificato poi rideterminato e stimato direttamente dallo scrivente così come indicato nel successivo paragrafo. Le **spese di manutenzione** di beni di terzi sono state integralmente svalutate

poiché trattasi di opere realizzate sul capannone in leasing che non possono essere cedute separatamente. La voce "***software e web smart"*** è relativa alla capitalizzazione dei costi sostenuti per la realizzazione del *software* "CLEAN RENTAL". Trattasi di un software che consente *"il collegamento tra le attività delle squadre esterne con l'amministrazione e le logistiche interne"* (trattasi della descrizione indicata in nota integrativa). Stante la specificità dell'immobilizzazione immateriale e la difficile alienabilità in via atomistica per tale *software* si è proceduto ad effettuare una svalutazione forfettaria del 50% del valore contabile iscritto in bilancio;

- immobilizzazioni materiali: sono state valutate al costo d'acquisto al netto del fondo di ammortamento iscritti in bilancio;
- immobilizzazioni finanziarie: si è proceduto alla svalutazione integrale delle partecipazioni detenute in imprese cessate;
- beni immobili in leasing: nell'attivo è stato iscritto il valore del prezzo di acquisto indicato nel contratto di leasing e nel passivo è stato iscritto il debito residuo del leasing al 31.12.2024. Si precisa che il valore iscritto nell'attivo è superiore rispetto ai valori OMI medi del primo semestre 2025 (pari a € 209.100);
- risconti attivi: sono stati integralmente svalutati poiché non sono crediti effettivi in capo alla società ma costituiscono esclusivamente una posta contabile per la corretta registrazione della competenza di costi/ricavi;
- ratei passivi: sono stati integralmente svalutati poiché non si tratta di debiti effettivi in capo alla società, ma costituiscono esclusivamente una posta contabile per la corretta registrazione della competenza di costi/ricavi.

Sulla scorta delle analisi effettuate ne deriva che il valore del patrimonio netto rettificato **(K) di La Pulitecnica**, stimato sulla base dei dati risultanti del bilancio al 31/12/2024, è pari a **Euro 230.439,95.**

2. La determinazione dell'avviamento

La valutazione del capitale economico con il metodo misto patrimoniale reddituale richiede da ultimo la definizione degli ulteriori parametri di stima, attraverso i quali giungere alla determinazione del valore di avviamento o *goodwill* attribuibile all'azienda medesima.

Ai fini della determinazione del reddito medio normalizzato da utilizzare per l'individuazione del sovrareddito, si ritiene opportuno riferirsi ai redditi degli ultimi tre esercizi opportunamente rettificati, essendo plausibile che tali risultati - vista la tipologia ricavi e della clientela - siano ripetuti/ripetibili anche negli esercizi successivi.

Al fine di determinare il "goodwill" da sommare al patrimonio netto per ottenere il valore dell'azienda oggetto di valutazione, il perito dovrà determinare il reddito medio normale atteso in un determinato orizzonte temporale rettificando le componenti straordinarie (indennizzi assicurativi e sopravvenienze attive) che hanno inciso in misura non trascurabile specie negli esercizi 2022 e 2023:

Tab.1 - Utile medio

Descrizione	2022	2023	2024
Utile d'esercizio	19.649,00	58.979,00	127.644,00
Indennizzi assicurativi	- 15.000,00	- 61.059,87	- 2.091,06
Sopravvenienze attive	- 2.931,22	- 2.235,45	- 2.069,78
Risultato netto normalizzato	**1.717,78**	**- 4.316,32**	**123.483,16**

Lo scrivente ritiene ora di poter assumere dette informazioni numeriche come basi per il formarsi del proprio convincimento, essendo le stesse redatte sulla base di puntuali ed attente valutazioni.
Si procede ora con la determinazione del reddito medio atteso attraverso la media dei risultati normalizzati.

Il Reddito medio atteso, è pari ad Euro 40.294,87.

Nello sviluppo della formula relativa alla determinazione del valore aziendale mediante l'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale, sarà quindi necessario determinare il tasso di remunerazione degli investimenti.

Tale tasso è formato dalla sommatoria delle seguenti tre componenti:

1. il rendimento di investimenti privi di rischio: pur nell'incertezza attuale del mercato tale tasso può essere individuato nell'indice "Rendi-Stato medio" per l'anno 2024. Trattasi del rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato pubblicato sul sito della Banca d'Italia al seguente link https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/. L'indice generale medio "RendiStato" per l'anno 2024 è pari al 3,419%;
2. premio per il rischio di mercato riguardante il mercato di capitali italiano: tale premio è attualmente pari al 5,37% (Fonte Damodaran, ERP by country ridotto del 25% al fine di calmierare l'attuale instabilità dei mercati);
3. beta releverad determinato sulla base dei comparabili europei del settore «Business & Consumer Services» l'apprezzamento del rischio in una percentuale pari al 0,98% (Fonte Damodaran, Levered and Unlevered Betas by Industry - Europe).

Il tasso di rendimento (i) determinato dallo scrivente risulta pertanto pari al 9,769%.

Tenuto conto della prassi normalmente seguita nelle valutazioni e delle caratteristiche dell'azienda in esame, il perito ha ritenuto ragionevole considerare la durata dell'avviamento prudenzialmente pari a 3 anni in considerazione anche dell'attuale instabilità del mercato.

Tale scelta appare opportuna a prescindere dai precitati rapporti tra le grandezze R e Ki (che peraltro confermano sotto alcuni aspetti la scelta) in ragione di alcune considerazioni che rendono poco prudente una valorizzazione di redditi per orizzonti temporali troppo estesi vista anche la durata dei singoli contratti con la clientela.

Il tasso di attualizzazione rappresenta lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data della valutazione dell'azienda i sovraredditi che si realizzeranno in futuro. Tale tasso è quindi indipendente dal rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari relativi ad investimenti privi di rischio. Nella prassi, tuttavia, in caso di sovrareddito, ovvero (R-Ki>0), come nel caso in esame, si tende ad assumere a riferimento il tasso di rendimento normale elevandolo di 1 o 2 punti percentuali per tenere conto dell'alea che tale flusso differenziale cessi prima dell'orizzonte temporale considerato ovvero si manifesti in una misura più contenuta rispetto a quella stimata. Si ritiene pertanto corretto utilizzare un tasso di attualizzazione (i') pari al 10,769%.

3. Determinazione dei parametri utilizzati per la stima del capitale economico

Patrimonio netto rettificato (***K***)	**€ 230.439,95**
Reddito normalizzato (***R***)	**€ 40.294,87**
Valore calcolato per (***i***) = (***A***)+(***C***)-(***B***)	**9,769**
Valore calcolato per (***i'***) = (***A***)-(***B***)	**10,769**
Periodo avviamento	**Anni 3**

Utilizzando tali indici **si determina un goodwill attualizzato pari ad € 43.629,57**.

Ne deriva una valutazione di La Pulitecnica con il metodo misto patrimoniale reddituale pari a:

Patrimonio netto rettificato	€ 230.439,95
Godwill	€ 43.629,57
Valore azienda metodo misto patrimoniale reddituale	**€ 274.069,52**

Il valore dell'azienda LA PULITECNICA determinato con il **metodo misto patrimoniale-reddituale** è pari ad €. 274.069,52, che si arrotonda per semplicità ad **€ 274.000,00.**

METODO DEI MULTIPLI DELL'EBITDA

1. Determinazione dell'EBITDA

Come anticipato nelle prime pagine del presente elaborato il metodo dei multipli è entrato nel novero di quelli più ampiamente utilizzati anche come metodo principale da quando hanno cominciato a fare scuola le operazioni messe a punto da soggetti espressione della comunità finanziaria, in qualità sia di attori della valutazione sia di protagonisti delle operazioni stesse.

Il metodo dei multipli dell'*EBITDA* è di gran lunga preferito dalla comunità finanziaria e ciò per due ragioni, legate alla capacità dello stesso di stimare il valore complessivo dell'azienda indipendentemente dalla struttura finanziaria e dal fatto che l'EBITDA sarebbe una grandezza economica espressiva della performance economica intesa come capacità di generare profitti dalla

gestione ordinaria e non influenzata da politiche di ammortamento, in tal senso non dissimile dai flussi di cassa.

Esso è anche impiegato, infatti, nel calcolo dei flussi di cassa da attività operative; sottraendo ad esso gli investimenti in capitale fisso (*CAPEX*) si ottiene infatti il valore del *Free Cash Flow*.

Secondo la dottrina aziendalistica, l'*EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)* è l'equivalente del Margine Operativo Lordo, ossia del valore aggiunto al netto dei costi per beni e servizi e del costo del personale (costo del venduto).

Si precisa che l'EBITDA non necessita normalmente di ulteriori normalizzazioni in quanto, per sua natura, è già depurato delle componenti straordinarie, finanziarie e tributarie. Nel caso specifico è emersa la necessità di normalizzare l'EBITDA da componenti straordinarie di reddito, quali indennizzi assicurativi e sopravvenienze attive.

Il perito a questo punto ha provveduto ad utilizzare per la propria valutazione il dato dell'*EBITDA* di La Pulitecnica come determinato nel seguente prospetto per gli anni 2022-2024:

Descrizione	2022	2023	2024
A - B Differenza tra valore e costi della produzione	89.134,00	162.721,00	260.355,00
Indennizzi assicurativi	- 15.000,00	- 61.059,87	- 2.091,06
Sopravvenienze attive	- 2.931,22	- 2.235,45	- 2.069,78
Svalutazioni	-	7.500,00	-
Accantonamenti per rischi	37.500,00	20.000,00	27.500,00
Ammortamenti	80.795,00	118.903,00	154.109,00
EBITDA	**189.497,78**	**245.828,68**	**437.803,16**

Al fine di mediare le variazioni dell'EBITDA, il perito ha proceduto a calcolarne la media aritmetica per il periodo di riferimento, ottenendo un **EBITDA medio pari ad € 291.043,21.**

2. Individuazione del moltiplicatore

Quale moltiplicatore per determinare il valore dell'azienda da applicare all'EBITDA sopra determinato si potrebbe utilizzare un coefficiente del 3,5. Tale coefficiente è pari al multiplo di valutazione per il settore "Servizi" per l'anno 2025 pubblicato sul sito https://www.nimbo.net/it/multipli#%F0%9F%87%AE%F0%9F%87%B9-it-italien al netto di un tasso di sconto pari a circa il 50%, al fine di considerare le caratteristiche specifiche della società oggetto di stima avuto riguardo della dimensione, settore di riferimento e vista la valutazione di una quota di minoranza della società.

3. Posizione Finanziaria Netta

Altra grandezza fondamentale al fine dell'applicazione del metodo dei multipli è la Posizione Finanziaria Netta.

Si riporta di seguito il prospetto di determinazione della PFN:

Descrizione	Importo
Disponibilità liquide	€ 199.423,00
Mezzi equivalenti al cash	
Altre attività finanziarie correnti (titoli entro 12 m)	€ 14.800,00
Totale Liquidità (A+B+C)=D	**€ 214.223,00**
Debito finanziario corrente	€ 328.917,16
Parte corrente del debito finanziario non corrente	€ 0,00
Indebitamento finanziario corrente (E+F)=G	**€ 328.917,16**
Indebitamento finanziario corrente netto (G-D)	**€ 114.694,16**
Debito finanziario non corrente	€ 366.889,12
Strumenti di debito	
Debiti commerciali oltre 12m altri debiti non corrente	€ 107.139,00
Indebitamento finanziario non corrente (I+J+K)=L	**€ 474.028,12**
Totale indebitamento finanziario (H+L) / (cassa)	**€ 588.722,28**

Nel caso in esame la grandezza, evidenzia come dato puntuale al 31 dicembre 2024 evidenzia un valore di indebitamento netto pari a € 588.722,28

Per la determinazione del valore dell'azienda con il metodo del multiplo dell'EBITDA occorrerà pertanto fare la differenza tra l'EBITDA medio del periodo 2022 - 2024, moltiplicato per il dato individuato quale moltiplicatore, e la posizione finanziaria netta, come di seguito dettagliato:

Ebitda medio	€ 291.043,21
Multiplo	3,5
Ebitda x multiplo	€ 1.018.651,22
PFN	-€ 588.722,28
Valore azienda metodo empirico multipli	**€ 429.928,94**

Ne deriva che il **valore dell'azienda determinato con il metodo dei multipli dell'EBITDA** ha condotto alla determinazione di un valore dell'azienda LA PULITECNICA pari ad €. 429.928,94, che si arrotonda per semplicità ad **€ 430.000,00.**

><

CONCLUSIONI

Il sottoscritto Dott. Alessandro Mazzacani evidenzia che la valutazione di LA PULITECNICA utilizzando i due metodi sopra esposti ha portato ai seguenti valori:

Valore metodo patrimoniale-reddituale	**€**	**274.000,00**
Valore metodo empirico dei multipli	**€**	**430.000,00**

In considerazione del fatto che nella determinazione di un corretto Giudizio Integrato di Valutazione non vi è la sensazione che un metodo possa essere concettualmente più corretto dell'altro, per determinare il valore di mercato può ritenersi corretto giungere alla stima attraverso la media dei due metodi di valutazione.

Il Valore Economico (Equity Value) di LA PULITECNICA S.R.L. sulla base delle considerazioni sopra esposte può essere pertanto pari a € 352.000,00.

La quota di proprietà di Pulireggio Società Cooperativa, pari al 20%, è una quota di minoranza di difficile vendibilità poiché l'acquisto della partecipazione non conferisce il controllo della società rendendo la quota meno appetibile e meno liquida rispetto ad una partecipazione di controllo.

Come da prassi consolidata nelle valutazioni delle quote di minoranza si applica uno sconto del valore della quota tra il 25% e il 30%.

Nel caso in esame il perito ritiene ragionevole uno sconto di minoranza pari al 25%.

Di conseguenza il valore della quota del 20% di proprietà di Pulireggio Società Cooperativa in Liquidazione Coatta Amministrativa può essere così determinato:

Valore economico LA PULITECNICA SRL	352.000,00
Quota del 20%	70.400,00
Sconto di minoranza del 25%	- 17.600,00
Valore economico della quota del 20% di proprietà di Pulireggio Soc. Coop.	**52.800,00**

Il perito, ad evasione del proprio incarico, richiamate le premesse

STIMA

e ritiene congruo l'importo di euro 52.800,00 quale valore di riferimento (base d'asta) della quota del 20% della società La Pulitecnica S.r.l. di proprietà della società Pulireggio Società Cooperativa in liquidazione coatta amministrativa.

Reggio Emilia, 22 dicembre 2025

Alessandro Mazzacani