

Valutazione ai sensi dell'art. 2465, primo comma,

del Codice Civile

di conferimento d'azienda

Swisstech Consulting S.r.l.s.

Sommario

OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO	3
OBIETTIVO DELLA VALUTAZIONE	4
INQUADRAMENTO NORMATIVO	5
DATA DI RIFERIMENTO	5
ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO	5
IDENTITÀ DEGLI ESPERTI	5
ATTESTAZIONE DI COMPETENZA PROFESSIONALE	6
ATTESTAZIONE DI ADESIONE AL CODICE ETICO	6
ATTESTAZIONE DI INDIPENDENZA	6
ATTESTAZIONI DI ADESIONE AI PIV	7
ATTESTAZIONE DI ESPRESSIONE DI GIUDIZIO INFORMATO	7
SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	8
DATI E FONTI UTILIZZATI	8
SWISSTECH CONSULTING S.R.L.S.: LE CARATTERISTICHE AZIENDALI	10
ATTIVITÀ SVOLTA	10
STRUTTURA SOCIETARIA	12
STRUTTURA ORGANIZZATIVA	13
DATI AMMINISTRATIVO-CONTABILI	13
BREVE ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE – REDDITUALE	14
PREVENTIVO ECONOMICO - FINANZIARIO	17
ANDAMENTO DEL SETTORE	19
PREMESSA METODOLOGICA ED INQUADRAMENTO DELLE SCELTE OPERATE	23
APPROCCIO VALUTATIVO E METODI APPLICATI	23
SCENARIO E PARAMETRI UTILIZZATI	24
METODO DI VALUTAZIONE REDDITUALE	26
DESCRIZIONE DEL METODO E VALORI UTILIZZATI	26
METODO DI VALUTAZIONE UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW (UDCF)	33
DESCRIZIONE DEL METODO E VALORI UTILIZZATI	33
METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO – TRANSAZIONI COMPARABILI	38
DESCRIZIONE DEL METODO E VALORI UTILIZZATI	38
VALORE FINALE DA ASSEGNARE ALL'AZIENDA	41

Oggetto e finalità dell'incarico

La società Revicom, Società di Revisione S.r.l. (di seguito anche "Revicom"), quale società di revisione iscritta al n. 160161 del Registro dei Revisori legali tenuto presso il MEF, con sede legale in Roma (RM) alla via Nicolò Tartaglia n.5, codice fiscale e partita iva n. 10415151009, iscritta presso la Camera di Commercio di Roma al n. R.E.A. 1231155, rappresentata dall'amministratore, domiciliato per la carica presso la sede della società,

premessato che

ha ricevuto, in data --/--/2022, da parte del Rappresentante legale della società Swisstech Consulting S.r.l.s. (di seguito anche la "Società", "Conferente" o anche "Swisstech"), dott. Tommaso Zapparrata, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione, l'incarico di procedere alla valutazione del capitale della Società, nell'ambito di un'operazione di conferimento d'azienda con contestuale aumento di capitale della società conferitaria, UCapital24 s.p.a. (di seguito anche "Conferitaria" o anche "UCapital24"), con sede in Milano (MI) alla via Molino delle Armi n. 11, codice fiscale e p.iva 10144280962, iscritta alla CCIAA di Milano al n. REA MI - 2509150

deposita

la propria relazione di stima, procedendo all'esposizione dei fatti e delle argomentazioni di seguito riportati.

Obiettivo della valutazione

La valutazione è diretta ad accertare il valore delle quote della società precedentemente identificate al 31/12/2021.

In considerazione della finalità della valutazione, la stima fa riferimento al valore generale del complesso, intendendosi con esso il valore in base al quale esso può essere negoziato tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il valore generale non riflette considerazioni di natura soggettiva (sinergie, integrazioni), né tantomeno apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono, successivamente, nella determinazione del prezzo.

Inquadramento normativo

La relazione di stima deve assicurare l'assenza di una sopravvalutazione dei beni oggetto di conferimento e, di riflesso, che il patrimonio della società conferitaria non risulti distorto o inattendibile con un possibile danno per i creditori sociali. Ne consegue che la stessa ha come obiettivo l'individuazione, in base a criteri prudenziali, del valore delle azioni (quote) oggetto di possibile conferimento.

Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore dell'azienda oggetto di valutazione ci si è riferiti alla data del 31/12/2021. I valori ed i parametri assunti nelle diverse metodologie applicate sono stati determinati in base ai dati ed alle aspettative a quell'epoca presenti.

Attestazioni e dichiarazioni dell'esperto

Identità degli esperti

L'incarico è stato personalmente svolto e firmato dalla Dott.ssa Anna Maria Loia, in qualità di procuratore della Revicom Società di Revisione S.r.l.

Attestazione di competenza professionale

La società Revicom Società di Revisione S.r.l. (di seguito anche “Revicom”), quale società di revisione iscritta al n. 160161 del registro dei Revisori legali tenuto presso il MEF, con sede legale in Roma (RM) alla via Nicolò Tartaglia n.5, codice fiscale e partita iva n. 10415151009, iscritta presso la Camera di Commercio di Roma al n. R.E.A. 1231155, rappresentata dall’amministratore, domiciliato per la carica presso la sede della società, dichiara di possedere la competenza e l’esperienza necessarie per assolvere il presente incarico (PIV II.2.5, IV.7.1 e PIV IV.2.2. per le valutazioni legali).

Attestazione di adesione al codice etico

La Revicom dichiara la propria adesione al *Code of Ethical Principles of Professional Valuer* dell’IVSC (*International Valuation Standard Council*).

Attestazione di indipendenza

La Società Revicom dichiara:

- di non essere legata ai committenti né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l’indipendenza di giudizio;

- che l'impegno in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;

- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima;

- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente.

Attestazioni di adesione ai PIV

La Revicom dichiara che la presente relazione è stata redatta secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2016, cui la scrivente attesta piena adesione.

Attestazione di espressione di giudizio informato

La Revicom dichiara di essere riuscita a percorrere l'intero processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato di valore e che le

informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione (PIV 1.3.1).

Svolgimento dell'incarico

Revicom ha ottenuto le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione offerta dall'amministrazione della Società.

Acquisiti la documentazione e gli elaborati contabili occorrenti, ha potuto verificare l'affidabilità - nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione di stima - dei dati contabili e di quelli previsionali esaminati.

Ai fini dell'incarico ricevuto si è proceduto, preliminarmente, a:

- esaminare, attraverso un'analisi del mercato di riferimento, il *trend* del settore, con riferimento sia alla dinamica trascorsa sia alle prospettive future;
- ipotizzare l'andamento economico e finanziario dell'azienda ragionevolmente assumibile alla luce del contesto di riferimento.

Dati e fonti utilizzati

In particolare, è stata consultata la seguente documentazione:

- *Annuario del Trading Online Italiano 2018-2019*;

- Dati *ByTek*;
- Documentazione varia;
- Preventivo economico - finanziario elaborato dalla Società;
- Situazione contabile al 31/12/2021;
- *Term Sheet* dell'Accordo di Investimento e Parasociale, del 10/03/2022;
- www.ilsole24ore.com;

L'incarico è soggetto alle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- l'azienda è considerata in funzionamento senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione e nello stato di fatto e di diritto attuale;
- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi (mutamenti fiscali, catastrofi, disordini politici, nazionalizzazioni, nuove regolamentazioni di settore, ecc.);
- l'incarico ricevuto non prevedeva lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nei bilanci stessi;

- non si esprime, di conseguenza, se non nei limiti di quanto richiamato espressamente in questa sede e dell'oggetto dell'incarico, alcun giudizio circa l'accuratezza o la completezza dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari della conferente;

- le condizioni dell'incarico sono tali per cui non è, allo stato, previsto alcun aggiornamento dei risultati ottenuti in relazione ad eventi o informazioni resi disponibili successivamente al completamento del lavoro.

Swisstech Consulting S.r.l.s.: le caratteristiche aziendali

Di seguito sono riportati i principali aspetti del complesso, che hanno maggiormente inciso sul processo valutativo.

Attività svolta

La Swisstech S.r.l.s., costituita il 23 aprile 2021, è specializzata nella programmazione e vendita di sistemi automatici e algoritmici di *trading* specializzati nel mercato *Forex*. In particolare, la Società progetta e vende un *software* che analizza i cambi valutari, grazie a meccanismi di intelligenza artificiale, nonché filtra le notizie operando, sia *long*, sia *short*, sul mercato. Invero, essa ha per oggetto sociale:

- il commercio all'ingrosso ed al dettaglio, la creazione, la produzione e l'assemblaggio di *hardware* e di programmi *software*;
- il noleggio di *software*;
- la progettazione e l'installazione di sistemi informativi aziendali, la prestazione dei relativi servizi di consulenza e di servizi di formazione connessi all'utilizzo degli stessi;
- la prestazione di ogni altro servizio informatico, compresa la creazione e la gestione di siti informativi propri e di terzi;
- l'acquisto, la vendita, la locazione (non finanziaria), la creazione ed il controllo di gestione, anche commerciale, di siti internet, con particolare riferimento ad attività di promozione e sviluppo di *e-commerce* (commercio elettronico);
- la vendita e la prestazione di servizi aziendali ad imprese, enti pubblici e privati, e precisamente di servizi di consulenza di comunicazione, marketing e pubblicità (ivi compresa l'organizzazione di attività pubblicitarie e promozionali e la gestione di spazi pubblicitari all'interno di siti internet, pagine

web), ricerche di mercato ed analisi di settore, elaborazione dati informatici con gestione di relative banche dati.

Il capitale sociale di Swisstech S.r.l.s. risulta essere di € 800, interamente versato.

Si specifica che, in data 10/03/2022, come accennato in premessa, la Conferente ha siglato con UCapital24 s.p.a. un *Accordo di investimento* in cui le parti hanno valutato la possibilità ed i termini di un'operazione in base alla quale UCapital24 delibererà un aumento di capitale a pagamento mediante conferimento in natura, con esclusione del diritto di opzione, da riservarsi in sottoscrizione ai Soci di Swisstech, e da liberarsi mediante il conferimento delle quote di titolarità degli stessi nel capitale sociale della Conferente¹.

Struttura societaria

La compagine sociale è costituita da due soci, entrambi titolari del 50% del Capitale sociale:

- Gian Pietro Beltrando, nato a Savigliano (CN) il 29/07/1996, C.F. BLT GPT 96L29 I470C, domiciliato in Piasco (CN) alla via Rossana n. 4/A;

¹ Cfr. *Term Sheet dell'Accordo di Investimento e Parasociale*, del 10/03/2022.

- Tommaso Zapparrata, nato a Caltagirone (CT) il 01/08/1986, C.F. ZPP TMS 86M01 B428O, domiciliato in Grammichele (CT) alla via G. Spadolini n. 41.

Inoltre, la struttura è gestita da un Consiglio d'Amministrazione così composto:

CARICA	Nome e Cognome	C.F.
Presidente del C.d.A.	Tommaso Zapparrata	ZPP TMS 86M01 B428O
Consigliere	Gian Pietro Beltrando	BLT GPT 96L29 I470C

Struttura organizzativa

L'azienda non ha dipendenti e si avvale della collaborazione di professionisti esterni, oltre che dei soci.

Commentato [U1]: Da confermare

Dati amministrativo-contabili

Breve analisi della Situazione patrimoniale – reddituale

La Società conferente, essendo stata costituita in data 23/04/2021, non dispone delle informazioni relative ai *trend* storici. Pertanto, si evidenziano di seguito alcuni indicatori, comunque rappresentativi della situazione della Swisstech.

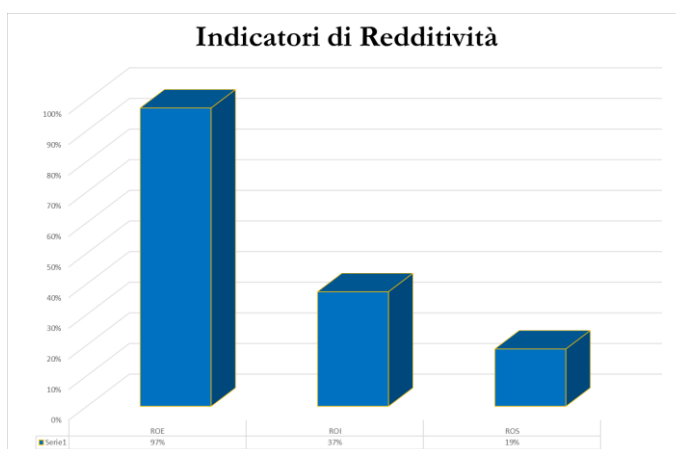
La Società, al 31/12/2021, ha realizzato un fatturato annuo pari a circa €/ml 0,295, come di seguito riportato:

2021	
aprile	
maggio	10.172,13 €
giugno	
luglio	10.586,08 €
agosto	13.731,11 €
settembre	49.595,17 €
ottobre	61.776,91 €
novembre	52.829,57 €
dicembre	96.484,60 €
TOTALE	295.175,57 €

Il calcolo dei principali indicatori di redditività ha confermato la capacità dell'azienda di remunerare l'intero capitale investito, anche alla luce del limitato importo di quest'ultimo. Invero, sia il R.O.E., che esprime la redditività globale dell'impresa per i portatori di capitali di rischio, sia il R.O.I., indicatore della

redditività degli investimenti dell'impresa, indipendentemente da chi apporta il capitale investito (azionisti o banche), si assestano su percentuali positive.

Di seguito il grafico:



Giova rimarcare, a tal proposito, come il fatturato registrato nei primi 3 mesi del 2022, abbia già raddoppiato il volume complessivo del precedente esercizio, a dimostrazione del *trend* di crescita che sta caratterizzando l'impresa. I ricavi delle vendite, infatti, sono pari a €/ml 0,562 e registrano un incremento di 90 punti percentuali rispetto al 2021.

2022	
gennaio	180.891,15 €
febbraio	252.969,19 €
marzo	128.087,70 €
TOTALE	561.948,04 €

Di seguito il grafico:



Inoltre, da un'analisi della componente patrimoniale, si ravvisa la pressochè totale assenza di debiti di natura finanziaria. Invero, i debiti di maggiore ammontare sono attinenti a fatture da ricevere e a debiti di natura

tributaria (IVA, IRES e IRAP). Tale fattore denota, pertanto, la presenza di una Posizione Finanziaria Netta positiva.

Preventivo economico - finanziario

Il *management* della Swisstech ha elaborato alcune analisi volte a rappresentare la capacità di generare *cash flow* e reddito da parte della Società, rispetto alle quali, tuttavia, sono state rilevate alcune carenze sul piano metodologico, che hanno determinato la necessità di procedere ad una loro integrazione e rielaborazione².

Di seguito, il prospetto:

² Ad esempio, l'analisi dei cash flow non considerava il saldo di cassa di iniziale al 2022, così come i flussi reddituali stimati non contemplavano il calcolo delle imposte.

PROIEZIONE RISULTATO			
	2022	2023	2024
Ricavi	2.000.000 €	2.200.000 €	2.500.000 €
fintech solution B2C	2.000.000 €	2.200.000 €	2.500.000 €
Costi diretti	613.500 €	660.000 €	750.000 €
Sales commissioni	613.500 €	660.000 €	750.000 €
Margine lordo	1.386.500 €	1.540.000 €	1.750.000 €
%margine lordo	69%	70%	70%
Spese operative	624.000 €	678.000 €	748.200 €
Salari e stipendi	180.000 €	234.000 €	304.200 €
Marketing	360.000 €	360.000 €	360.000 €
Tax & legal	24.000 €	24.000 €	24.000 €
IT	60.000 €	60.000 €	60.000 €
Risultato operativo	762.500 €	862.000 €	1.001.800 €
imposte	212.738 €	240.498 €	279.502 €
totale spese	1.237.500 €	1.338.000 €	1.498.200 €
Utile netto	549.763 €	621.502 €	722.298 €
% utile netto	27%	28%	29%

La società ha anche fornito una previsione analitica dei ricavi nel corso del 2022.

Ricavi: 2022



Ricavi	Gen '22	Feb '22	Mar '22	Apr '22	Mai '22	Giu '22	Lug '22	Ago '22	Set '22	Ott '22	Nov '22	Dic '22	2022
fintech solution B2C	€170K	€180K	€170K	€190K	€195K	€190K	€160K	€50.000	€170K	€180K	€190K	€200K	€2M
Totale	€170K	€180K	€170K	€190K	€195K	€190K	€160K	€50.000	€170K	€180K	€190K	€200K	€2M

Andamento del settore

La società opera, prevalentemente, nell'ambito della produzione e commercializzazione di *software* ed algoritmi di *trading* automatico sui mercati forex, *index*, *gold* e bitcoin.

Il *trading automatico* consiste in tutte quelle azioni del *trading online* effettuate tramite uno specifico *software*, il quale consente di svolgere contemporaneamente diverse attività dirette a più ambiti di investimento e di intervenire in alcune situazioni, potenzialmente negative, attraverso rettifiche *in itinere*, al fine di evitare azioni sbagliate o comunque di limitarne gli eventuali effetti negativi.

In sintesi, attraverso i *software* automatici di *trading*, l'investitore è facilitato nel:

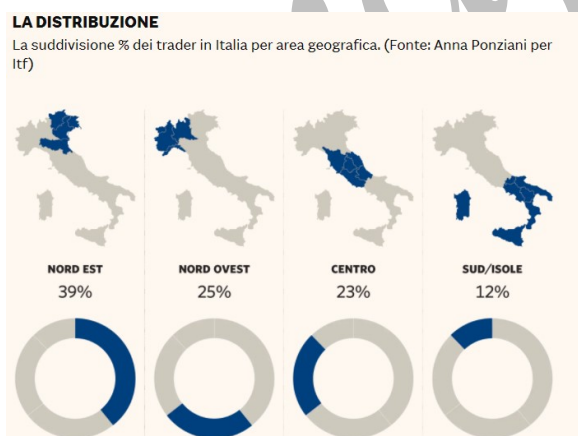
- risparmiare tempo sull’analisi tecnica;
- migliorare la gestione del capitale (*money management*);
- allentare la tensione psicologica;
- realizzare profitti, anche con poca esperienza o conoscenza della materia.

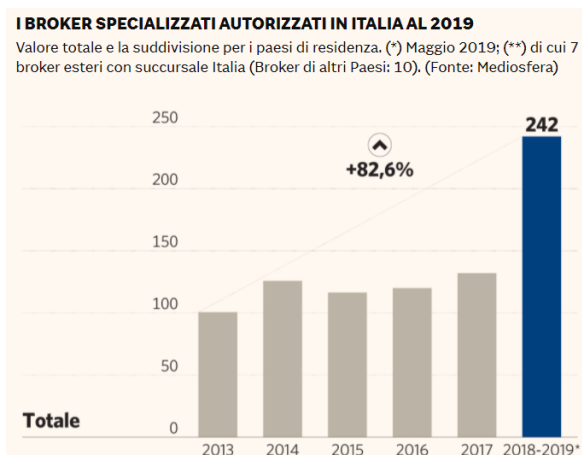
Tale comparto risulta caratterizzato dal proliferare di nuove attività, grazie anche all’ampio ventaglio di possibilità di investimento offerto dai mercati finanziari³. Infatti, da una ricerca condotta da *ByTek* è emerso, che, a cavallo tra il primo e il secondo trimestre 2020, la media delle ricerche mensili di *keyword* come “cfd”, “opzioni binarie” e “forex”, così come quelle relative ai nomi dei più importanti *broker* mondiali, è aumentata del 140% (da 1,5 ml. a più di 3,6 ml.). L’incremento dell’interesse per il *trading* durante la prima ondata pandemica si è avuto principalmente negli USA, con un balzo delle ricerche di oltre 662 punti percentuali nel solo mese di aprile 2020 rispetto all’anno precedente.

³ Attualmente, infatti, i piccoli privati hanno la possibilità di investire sia nei classici mercati finanziari (azioni, ETF etc.) sia in strumenti più innovativi, come ad esempio le criptovalute.

In Italia, invece, l'attenzione dei *trader* italiani si è incentrata su ricerche mirate ad apprendere le strategie di investimento, anche attraverso l'ausilio di appositi *software*, ed il funzionamento delle piattaforme di *trading*.

Infatti, in base all'*Annuario del Trading Online Italiano 2018-2019*, il numero di nuovi *broker* specializzati autorizzati in Italia è salito a 242 nel periodo 2018-maggio 2019, con un balzo dell'83% rispetto all'anno precedente.





In uno scenario simile, caratterizzato da un *trend* di crescita iniziato già nella fase pre – pandemica, risulterà fondamentale per le aziende, al fine di ottenere un vantaggio competitivo nei confronti dei *competitor*, garantire ai propri clienti la massima affidabilità (tecnica ed etica), risultati in termini di *profit* ed un adeguato servizio di assistenza durante tutto il processo di investimento.

In conclusione, la *Swisstech* dovrà fare leva sulla propria rete di vendita la quale, attraverso una robusta struttura di *marketing* basata sull'utilizzo dei *social network* e di tecniche di *funnel marketing*, consentirà, in una fase successiva, di:

– creare un’importante *network* di comunicazione tra clienti e consulenti tecnici⁴;

– rendere ancora più scalabile il servizio, attraverso offerte che mirino ad ampliare il mercato di riferimento con servizi a costo più contenuto (piattaforma di formazione), anche oltre i confini nazionali;

D'altronde, come già accennato, nelle intenzioni del *management*, sarà il “rapporto fornitore – cliente” il vero motore della crescita della Società.

Premessa metodologica ed inquadramento delle scelte operate

Approccio valutativo e metodi applicati

La classificazione della Società tra quelle di servizi ha inciso sulla scelta dei metodi da impiegare, escludendo quelli basati sul patrimonio e privilegiando altri informati alle aspettative economiche e finanziarie. Infatti, in questa tipologia di aziende:

⁴ Secondo quanto comunicato dalla Società, in tale fase, l'attività si incentrerà, oltre che sull'acquisizione di nuovi clienti, anche sul miglioramento dei servizi di assistenza tecnica volti ad illustrare il funzionamento ed i meccanismi di impostazione del *software* prodotto.

- il patrimonio ha un ruolo molto limitato nel processo di creazione del valore;

- le Immobilizzazioni hanno natura prevalentemente tecnica ed operativa e sebbene, in alcuni casi, connotate da autonomo valore di mercato, la loro funzionalità al processo produttivo rende quest'ultimo poco significativo;

- la capacità di produrre flussi economici o finanziari dipende, in larga misura, dall'organizzazione e dal *know how* aziendale.

Pertanto, sono stati privilegiati il ***Metodo reddituale complesso***, e l'***Unlevered Discounted Cash Flow Method***, per individuare un *range* di possibili valori.

Scenario e parametri utilizzati

I metodi di valutazione impiegati hanno richiesto la preventiva determinazione dei redditi previsti per gli esercizi successivi alla data di riferimento della valutazione e per l'esercizio a regime; pertanto, si è ipotizzata la dinamica reddituale prospettica per l'intervallo temporale 2022-2026..

A tal fine, data l'assenza di un *track record* aziendale, vista la recente costituzione, è stato necessario utilizzare il metodo dei risultati programmati,

che fa riferimento ai risultati economici previsti nel *budget* e nei piani previsionali redatti dal Committente con riferimento all'azienda oggetto di valutazione.

In particolare, i flussi reddituali futuri sono stati determinati in base ai valori prospettici elaborati dalla società. La scelta, ovviamente, ha imposto anche una verifica sulla loro attendibilità, in particolare dei ricavi, atteso che questi appaiono caratterizzati da un'improvvisa crescita. Tuttavia, i dati relativi alle vendite del primo trimestre, proiettati su base annuale, confermano le previsioni aziendali.

In particolare, i predetti flussi sono stati proiettati per l'intervallo temporale 2023-2026, assumendo un tasso di crescita pari all'inflazione attesa. Tuttavia, in linea con i fini cautelativi di cui è informata tale perizia, si è preferito applicare ai ricavi attesi una riduzione pari al 15%. In linea con i dati forniti dal Committente, si è assunto che alcuni costi ("Marketing", "IT", "Tax and Legal") rimangano costanti per l'intero orizzonte temporale. Infine, si è assunto che i rimanenti costi ("Costi per godimento beni terzi", "Salari e Stipendi" e "Costi per altri servizi") crescano in linea con il fatturato, ovvero ad un tasso pari all'inflazione attesa. Per la stima dei "Costi per altri servizi", si è

fatto riferimento alla loro incidenza sul fatturato precedente, desumibile dal bilancio per l'esercizio 2021.

I redditi previsti sono stati espressi in termini nominali, cioè tenendo conto della componente inflazionistica.

Metodo di Valutazione Reddittuale

Descrizione del metodo e valori utilizzati

Il Metodo reddittuale fa derivare il valore economico del capitale dalla capacità di reddito dell'azienda e si basa sull'assunto secondo il quale il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Il valore di stima ricercato discende, pertanto, da un processo di attualizzazione dei presumibili redditi futuri, ad un tasso congruo, in rapporto alle condizioni di mercato vigenti alla data della valutazione.

Al Metodo reddittuale, al di là delle sue possibili varianti, è unanimemente riconosciuto una assoluta razionalità economica, in quanto meglio riflette il processo di formazione del valore aziendale.

Nella fattispecie si è fatto ricorso ad una variante del *Metodo reddituale complesso*. Quest'ultimo fa derivare il valore dell'azienda dalla somma dei valori attuali:

a) dei risultati previsti per n anni in un intervallo temporale i cui confini sono generalmente definiti dall'ampiezza della capacità previsionale e dalla accuratezza delle stime;

b) del valore finale dell'azienda al termine dell'intervallo cui si estendono le previsioni di cui al punto a) (*Horizon value*). Tale grandezza è di norma assunta pari al reddito previsto dopo il periodo n , o ad una media dei risultati degli esercizi più vicini; l'importo così calcolato è considerato stabile nei successivi periodi e, quindi, non influenzato dal tasso di crescita eventualmente applicato per i precedenti redditi ed è attualizzato in base ad un apposito tasso, ricorrendo alla formula R/i^5 .

Nel metodo appena descritto le variabili fondamentali sono rappresentate da:

- l'ampiezza del riferimento temporale nel calcolo dei singoli redditi e della successiva redditività dopo il periodo n ;

⁵ L'importo così ottenuto, poiché riferito ad un periodo $n + 1$, è riportato al valore attuale al momento della valutazione.

- i redditi analiticamente previsti per gli esercizi immediatamente a venire;
- il reddito dell'azienda a regime;
- il tasso di capitalizzazione.

Ai fini del calcolo è stato assunto un orizzonte di cinque anni per la determinazione dei redditi da assumere analiticamente nel calcolo di W e si è immaginato che l'impresa sia dotata di una capacità reddituale indefinita al termine di tale periodo, in maniera da poter impiegare la formula della rendita perpetua.

Sono stati considerati quali R_1 , R_2 , R_3 , R_4 e R_5 i risultati degli esercizi compresi nel predetto intervallo.

Alla luce delle informazioni acquisite si è poi passati alla determinazione dei redditi previsti, espressi in termini nominali, adottando le ipotesi dettagliate in premessa. La determinazione dei redditi previsti è illustrata nella seguente tabella.

	2022	2023	2024	2025	2026
Ricavi	1.700.000,00 €	1.747.600,00 €	1.796.532,80 €	1.846.835,72 €	1.898.547,12 €
% Margine Lordo	0,69 €	0,69 €	0,69 €	0,69 €	0,69 €
Margine Lordo	1.173.000,00 €	1.205.844,00 €	1.239.607,63 €	1.274.316,65 €	1.309.997,51 €
Spese Operative					
Salari e stipendi	180.000,00 €	185.040,00 €	190.221,12 €	195.547,31 €	201.022,64 €
godimento di beni di terzi	18.427,13 €	18.943,09 €	19.473,50 €	20.018,76 €	20.579,28 €
altri servizi	508.464,86 €	522.701,88 €	537.337,53 €	552.382,98 €	567.849,71 €
Marketing	360.000,00 €	360.000,00 €	360.000,00 €	360.000,00 €	360.000,00 €
Tax & legal	24.000,00 €	24.000,00 €	24.000,00 €	24.000,00 €	24.000,00 €
IT	60.000,00 €	60.000,00 €	60.000,00 €	60.000,00 €	60.000,00 €
Totale Spese Operative	1.150.892,00 €	1.170.684,98 €	1.191.032,15 €	1.211.949,05 €	1.233.451,63 €
Ammortamenti e Svalutazioni	285,81 €	285,81 €	285,81 €	285,81 €	285,81 €
Totale Costi Operativi	1.151.177,81 €	1.170.970,79 €	1.191.317,96 €	1.212.234,86 €	1.233.737,44 €
Reddito Operativo	21.822,19 €	34.873,21 €	48.289,67 €	62.081,78 €	76.260,07 €
Imposte	6.088,39 €	9.729,63 €	13.472,82 €	17.320,82 €	21.276,56 €
Reddito netto	15.733,80 €	25.143,59 €	34.816,85 €	44.760,96 €	54.983,51 €

Di conseguenza, la misura dei redditi da prendere a base del metodo reddituale è stata stimata in:

R₁ = € 15.734;

R₂ = € 25.143;

R₃ = € 34.817;

R₄ = € 44.761;

R₅ = € 54.983.

Il tasso adoperato per l'attualizzazione dei flussi di reddito discende dalla sommatoria di due componenti: il cosiddetto "*free risk*" o tasso "puro" ed il premio di rischio.

Il primo rappresenta il tasso degli investimenti "a rischio zero" e remunera l'investitore per la rinuncia al capitale. Esso è determinato in base al rendimento dei titoli pubblici a reddito fisso alla data di valutazione, eventualmente depurato della parte dovuta all'effetto inflativo, se i redditi sono espressi in termini reali. In particolare, per l'individuazione di questa componente, si è riferito al rendimento lordo dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a 5 anni (BTP) alla data di riferimento, pari all'0,19%⁶. Dal momento che i redditi sono espressi in termini reali, il rendimento lordo è stato, in seguito, rettificato in base al tasso d'inflazione attesa, pari al 2,8%⁷. Dopo opportune elaborazioni, si è quantificato il *net free risk rate* nella misura del -2,54 % (meno due virgola cinquantaquattro per cento).

La seconda componente rispecchia la remunerazione spettante all'investitore per il rischio che egli corre con l'investimento. La sua quantificazione discende dalla considerazione di due distinti, ma

⁶ Fonte: M.E.F.

⁷ Fonte Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative d'inflazione e crescita*, 4° trimestre 2021 (13/1/22).

interdipendenti, sistemi di rischi. Il primo, a carattere più generico, è relativo al settore in cui l'impresa opera, il secondo, più specifico, attiene alla rischiosità dell'azienda in sé considerata. Il processo di aggregazione dei dati raccolti relativamente a ciascuno dei sistemi di rischi ha condotto ad una misura del "premio di rischio" pari al 9% (nove per cento), livello che non si discosta dall'intervallo di valori più frequentemente assunto nella prassi italiana ed europea, che considera la rischiosità specifica dell'attività e assume carattere sicuramente prudentiale; in particolare, il tasso pondera i profili di rischio legati alla dinamica finanziaria⁸.

Del resto, sommando al *net free risk rate* tale maggiorazione per il rischio, si perviene ad un tasso di capitalizzazione, pari al **6,46% (sei virgola quarantasei per cento)**, ben superiore al doppio del *free risk rate*, come suggerito da dottrina e confermato dalla prassi italiana.

La misura del tasso appare ragionevole e prudente, atteso anche l'abbattimento operato sui ricavi attesi.

Per quanto riguarda il calcolo del Valore residuale (*Horizon Value*), prudentialmente ed in linea con gli orientamenti espressi da autorità di

⁸ La formula utilizzata per l'attualizzazione dei singoli flussi riferiti agli anni oggetto del periodo di previsione analitica è la seguente $R \cdot 1 / (1+i)^n$.

controllo, nel calcolo del reddito a regime, non si è fatto ricorso ad un tasso di crescita (g) previsionale. La mancata considerazione di un tasso almeno pari all'inflazione attesa si traduce in una sostanziale penalizzazione, in termini reali, dei risultati. Pertanto, si è ritenuto che la società riesca in maniera sostenibile a generare un reddito a regime in termini reali pari al rendimento dell'ultimo anno del periodo esplicito.. Tuttavia, nell'attualizzazione del Valore residuale, si è preferito aggiungere al tasso di attualizzazione (6,46%) un'ulteriore maggiorazione, nella misura del 2%, per riflettere la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime. Infine, il Valore residuale così ottenuto, in quanto riferito ad una data successiva, è stato attualizzato al momento della valutazione, al fine di renderlo omogeneo con gli altri valori cui è stato sommato, adoperando il tasso del 6,55%.

La tabella seguente illustra i redditi da attualizzare ed il valore del patrimonio netto. Applicando i tassi individuati ai redditi precedentemente specificati ed al valore residuale, si determina un valore di **€ 616.040 (seicentosedicimila e quarantaeuro)**.

	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal Value
Reddito netto	15.733,80 €	25.143,59 €	34.816,85 €	44.760,96 €	54.983,51 €	649.839,63 €
Valore Attualizzato	14.778,92 €	22.184,29 €	28.854,71 €	34.844,63 €	40.204,80 €	475.172,90 €
Valore del Patrimonio Netto	616.040,25 €					

Metodo di Valutazione Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)

Descrizione del metodo e valori utilizzati

Si è fatto ricorso ad una metodica di tipo finanziario che determina il valore economico del capitale in base al valore attuale dei *free cash flow* (al lordo degli oneri finanziari) generati in futuro, attualizzati ad un tasso che consideri il premio per il rischio connesso ad un determinato business.

Il valore economico del capitale è quindi espresso dalla formula:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCF_k}{(1 + WACC)^k} + HV - NFP$$

dove:

W	Valore economico del capitale
NFP	Posizione finanziaria netta
FCF _k	Flusso di cassa disponibile nell'anno K
WACC	Weighted Average Cost of Capital
N	Periodo esplicito (5 anni)
HV	Valore residuale (<i>Horizon Value</i>)

L'applicazione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) ha comportato il ricorso ad alcune ulteriori assunzioni ed ipotesi operative, di seguito illustrate.

Le previsioni finanziarie si sono basate su quelle elaborate e chiarite in precedenza; tuttavia, le peculiarità del criterio di valutazione in questione impongono alcune informazioni aggiuntive:

- sono stati esclusi costi non monetari (p.e. ammortamenti ed accantonamenti) che, non dando luogo ad uscite, non influenzano i flussi finanziari;

- nella stima dei componenti del Capitale Circolante Netto, si è fatto riferimento alla loro rispettiva incidenza storica. In linea con i dati del bilancio d'esercizio 2021, si è assunto che i crediti verso clienti ammontino al 10% del valore della produzione. Inoltre, il valore delle passività operative correnti è stimato pari al 20% del totale dei costi per servizi⁹. Infine, dato il carattere della Società, sono state assunte rimanenze finali pari a zero.

- per le imposte si è supposto il pagamento nell'anno. Tale scelta, abbassando l'indebitamento al termine dell'esercizio, riduce le fonti finanziarie del C.C.N. che incrementano i flussi di cassa e, quindi, riflette esigenze prudenziali;

⁹ Tale valore riflette il rapporto tra la somma dei debiti verso fornitori e delle fatture da ricevere sui costi per servizi nel 2021.

- nella determinazione del CAPEX, cioè delle variazioni degli investimenti, sono stati assunti per l'intero periodo oggetto di valutazione investimenti doppi rispetto agli ammortamenti. Tale scelta riflette sia lo stato di crescita della Società sia il carattere prudentiale di cui è informata tale perizia;

- per quanto riguarda il calcolo del Valore residuale (*Horizon Value*), non si è, prudenzialmente, fatto ricorso ad un tasso di crescita (*g*) previsionale. Pertanto, si è ritenuto che la Società riesca in maniera sostenibile a generare rendimenti futuri in termini reali pari al rendimento dell'ultimo anno del periodo esplicito. Tuttavia, dato il maggiore profilo di incertezza sulla stima dei flussi di reddito a regime, si è preferito attualizzare il Valore residuale ad un tasso specifico che incorpori tali differenti profili di rischio;

- data l'assenza di significative passività di natura finanziaria, la Posizione Finanziaria Netta è negativa, nella misura di € -91.793,42. Pertanto, si è assunto che il WACC coincida con il costo del capitale di rischio.

In linea generale il WACC applicato per la valutazione, è risultato pari al 7,04% (sette virgola zero quattro per cento) per l'attualizzazione dei flussi, e pari al 10,63% per il calcolo del Valore residuale, determinati come segue.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	
2022-2026	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate (R_f)</i>	-2,54%
<i>Market Risk-Premium</i>	6%
<i>Beta factor (b):</i>	0,93
<i>Additional Risk-Premium</i>	4%
<i>Cost of Equity (R_m)</i>	7,04%

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	
Terminal Value	
Rate of return:	
<i>Net Risk free rate (R_f)</i>	-0,95%
<i>Market Risk-Premium</i>	6%
<i>Beta factor (b):</i>	0,93
<i>Additional Risk-Premium</i>	6%
<i>Cost of Equity (R_m)</i>	10,63%

I criteri alla base dei valori riportati nei prospetti di cui sopra sono illustrati di seguito.

Il rischio relativo del mercato è normalmente indicato per quello italiano nella misura del 6% (sei per cento)¹⁰ tuttavia, nel calcolo si è preferito esprimere un'ulteriore maggiorazione pari al 4% (quattro per cento) per l'attualizzazione dei flussi tanto in un'ottica prudentiale quanto per ponderare l'aspetto

¹⁰ Fonte: P. Fernandez ed altri, *Market Risk Premium Survey and Risk-free rate used for 81 Countries*, 2020.

dimensionale, i profili di rischio specifici ed il grado di liquidità dell'investimento. Inoltre, data la maggiore incertezza nella stima dei flussi di reddito a regime, la maggiorazione per il rischio è stata stimata nella misura del 6% (sei per cento).

Per l'attualizzazione dei flussi, il *Net Free Risk rate* è stato determinato con riferimento al rendimento dei titoli pubblici a reddito fisso (BTP) con scadenza a cinque anni, pari a 0,19%¹¹. Nel calcolo del Valore residuale, si è assunto come riferimento il rendimento dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza a trent'anni, pari a 1,82%. In ambedue i casi, il rendimento è stato depurato dall'effetto inflattivo.

La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti tramite l'utilizzo dell'UDCF.

	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal Value
EBIT	21.822,19 €	34.873,21 €	48.289,67 €	62.081,78 €	76.260,07 €	76.260,07 €
EBIT al netto delle imposte	15.733,80 €	25.143,59 €	34.816,85 €	44.760,96 €	54.983,51 €	54.983,51 €
Ammortamenti e svalutazioni	285,81 €	285,81 €	285,81 €	285,81 €	285,81 €	285,81 €
Variazione CCN	- 41.266,76 €	975,89 €	1.003,21 €	1.031,30 €	1.060,18 €	- €
Investimenti	571,62 €	571,62 €	571,62 €	571,62 €	571,62 €	571,62 €
Free Cash Flow	56.714,74 €	23.881,89 €	33.527,83 €	43.443,85 €	53.637,52 €	514.719,91 €
Valori Attualizzati	52.984,09 €	20.843,35 €	27.337,19 €	33.092,24 €	38.169,47 €	366.284,35 €
Enterprise Value	538.710,69 €					
Posizione Finanziaria Netta	- 91.793,42 €					
Valore Patrimonio Netto	630.504,11 €					

¹¹ Fonte: M.E.F

Complessivamente, applicando i tassi individuati ai flussi di cassa precedentemente specificati ed al valore residuale, dedotto il valore della *Net Financial Position* si determina un valore del capitale economico aziendale di € **630.504 (seicentotrentamila e cinquecentoquattro euro)**, che conferma i risultati cui si è pervenuti attraverso l'applicazione del metodo di valutazione reddituale.

Metodo dei Multipli di mercato – Transazioni comparabili

Descrizione del metodo e valori utilizzati

Tale metodo permette di determinare il valore d'impresa attraverso multipli di alcune caratteristiche grandezze aziendali, espressi dal mercato e riferiti a società operanti nel medesimo settore di riferimento (ad esempio il rapporto tra il prezzo e il fatturato (*P/Sales*) o il rapporto tra il prezzo di mercato e l'utile per azione, *price/earning*).

L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità d'utilizzo; i multipli possono essere, infatti, impiegati per ottenere delle stime immediate del valore d'impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero consistente di imprese confrontabili.

La relativa semplicità di calcolo evidenzia, d'altro canto, alcune criticità dovute perlopiù al fatto che gli indicatori siano facilmente manipolabili e, di conseguenza, utilizzabili in maniera impropria, soprattutto nel caso non esistano aziende simili a quella oggetto di valutazione. Pertanto, tale criterio valutativo è stato assunto a soli fini di controllo dei valori determinati con l'impiego del criterio principale.

Tale metodologia si distingue tra: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'*enterprise value*. Con il primo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda che acquisiscono significato e natura diverse a seconda del settore di appartenenza dell'impresa.

Il secondo metodo considera la somma della capitalizzazione di borsa e l'indebitamento finanziario netto dell'azienda.

Tale criterio si sviluppa nelle seguenti fasi:

- individuazione di un campione di imprese comparabili, per tipologia di business e dimensione, a quella oggetto di valutazione;
- scelta del multiplo (o dei multipli) ritenuti rilevanti (ad esempio il rapporto tra l'*Enterprise Value* e *Sales*);

- calcolo dei rapporti tra i parametri ritenuti significativi per le società del campione e conseguente determinazione del dato medio o mediano;
- applicazione del multiplo medio o mediano del campione alle pertinenti grandezze reddituali e patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, ai fini della stima del valore del ramo, è stato adoperato il metodo dei multipli di mercato (transazioni comparabili), ricorrendo al rapporto EV/EBITDA che, secondo avvertita dottrina¹², è pari per il settore, mediamente, a 27,9.

In tal modo, si perviene ad un valore di **€/000 1.581 (unmilione cinquecentottantunomila)**, cui sommando la Posizione Finanziaria Netta si perviene ad €/000 1.833.

L'importo, ben più elevato, conferma il risultato precedente e la differenza è chiaramente riconducibile alle specificità del caso in questione, trattandosi non di una società quotata ma di un'azienda di piccole dimensioni e appena costituita.

¹² Cfr. Damodaran, Stern New York University.

Valore finale da assegnare all'azienda

La valutazione ha fatto ricorso ad una metodologia tanto di tipo reddituale, basata sui risultati economici attesi, quanto di tipo finanziario, generalmente accettata per la misurazione del valore del capitale economico di un *business* in relazione alla sua capacità di generare flussi di cassa in futuro.

I metodi utilizzati sono basati su modelli economico finanziari contenenti previsioni sugli esercizi futuri. A tale proposito, si evidenzia che ci si è basati esclusivamente sui dati forniti, non verificando, in quanto escluso dall'ambito del presente lavoro, l'attendibilità degli stessi e limitandosi all'adozione di scelte prudenziali atte a ridurre possibili errori.

Per quanto riguarda gli esercizi futuri si è assunto che i rendimenti del *business* si stabilizzino su una *performance* sostenibile nel lungo periodo.

All'inizio sono state dettagliate le ipotesi a base del lavoro. È opinione di chi scrive che le ipotesi adottate siano ragionevoli e tali da giustificare il risultato della valutazione.

In particolare, il valore prescelto è quello medio nel *range* individuato dai risultati cui si perviene attraverso l'applicazione del Metodo Reddituale

Complesso (€/000 616) e dell'*Unlevered Discounted Cash Flow Method* (€/000 631), pari ad €/000 623.

Quest'ultimo rappresenta il valore fondamentale basato sui flussi di cassa attesi, sui tassi e sul profilo di rendimento – rischio di un investimento nel 100% del capitale della società. Tale valore è, peraltro, confermato dal Metodo dei multipli, impiegato come criterio di controllo.

In base al metodo di valutazione prescelto per l'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte,

si determina

ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2465 c.c., il valore della conferenza Azienda in misura almeno pari a complessivi €/000 623 (euro seicentoventitremila/00)

e si attesta,

ai sensi del citato art. 2465 c.c., che tale valore è almeno pari al valore attribuito all'Azienda ai fini dell'aumento del capitale sociale della UCapital destinato ad essere assegnato al soggetto conferente, di ammontare pari a nominali €/000 600 (euro seicentomila/00).

Resta inteso che tutte le variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo che intercorreranno tra la data di riferimento della valutazione (31/12/2021) e quella dell'effettivo conferimento dovranno essere oggetto di regolazione finanziaria tra le parti, sulla base dei medesimi criteri adottati nella presente relazione ai fini della espressione del valore di cui anzi.

Roma, 8 aprile 2022

In fede

Dott.-----