

**Relazione di stima del
valore economico alla data
del 31 dicembre 2020 della
azienda FLORENCE
MULTIMEDIA SRL
UNIPERSONALE**

Indice

1.	Oggetto dell'incarico	3
2.	Breve presentazione dell'azienda	4
3.	Le metodologie di valutazione: Una breve rassegna	8
4.	La misurazione del valore di Florence Multimedia Srl Unipersonale secondo il metodo patrimoniale semplice	17
5.	Calcolo del valore dell'azienda secondo il metodo finanziario	25
6.	Conclusioni	40

1. OGGETTO DELL'INCARICO

L'Amministratore Unico di FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE, società con sede in Firenze, via Cavour 1, Codice fiscale 05574890488, Partita Iva 05574890488, iscritta nel Registro Imprese di Firenze (Numero Rea FI 557596), nell'interesse della Società e dei suoi soci, mi ha conferito l'incarico di realizzare una stima del valore d'azienda finalizzato alla cessione della azienda (o ramo di azienda che dir si voglia) FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE alla SILFI Spa.

La presente valutazione ha dunque come oggetto la determinazione del capitale economico dell'azienda ai fini di valutare il progetto di cessione del ramo di azienda in house alla SILFI Spa. Nel caso di specie, dunque, valutare l'azienda o la società ha il medesimo significato, visto che l'intenzione è di cedere l'intera attività aziendale.

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2020, sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie espone nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati forniti dall'Amministratore Unico della società e dai suoi collaboratori.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere.

Non si risponde, pertanto, della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Le condizioni dell'incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione del rapporto di valutazione.

Questo documento si propone di mostrare ed applicare le metodologie più idonee per il calcolo del valore economico dell'azienda, date le informazioni forniteci dalla Società e ricavabili da documenti ufficiali, senza fornire anche una validazione di tali informazioni.

La documentazione esaminata ai fini dell'espletamento dell'incarico è la seguente:

- Bilanci d'esercizio al 31.12.2015, al 31.12.2016, al 31.12.2017, al 31.12.2018, al 31.12.2019;
- Relazione del revisore unico al bilancio 2018 e al bilancio 2019;
- Situazione contabile assestata al 31.12.2020;
- Piano delle attività – Attività continuative progetti speciali – Anni 2021-2022 – Florence Multimedia (28.10.2020);
- Contratto di servizio annualità 2021/2022;
- Deliberazione del Consiglio Metropolitan n.95 del 25.11.2020 (e sua trasmissione);
- Parere ai sensi dell'art.239 del D.Lgs 267/2000, come modificato dall'art.3 del D.L. 174/2012, del Collegio dei Revisori dei Conti della Città Metropolitana di Firenze, nominato con atto del Sindaco Metropolitan n.17/2019;
- Relazione sul contenzioso ad opera dello Studio Legale Pelosi.

2. BREVE PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA

La FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE è la Società in house della Città Metropolitana di Firenze che svolge attività di comunicazione per l'ente cui appartiene; in particolare si occupa di produzione video, comunicazione giornalistica

e crossmediale, gestione social network e organizzazione eventi legati alla pubblica amministrazione.

Ha sede legale in Firenze, via Cavour 1, e capitale sociale di euro 50.000,00 interamente versato.

Lo scopo principale consiste nel promuovere e favorire la visibilità e la conoscenza delle iniziative e delle competenze della Città Metropolitana fiorentina, sviluppando, ideando e realizzando una gamma variegata di progetti di comunicazione al servizio dei suoi organi politici e amministrativi.

Tra le attività svolte dalla Società in house vi sono alcune attività che si possono definire continuative ed altre che riguardano progetti speciali.

Fra le attività continuative si individuano:

- **Florence Tv**, che è la web tv della Città Metropolitana di Firenze, che racconta attraverso i suoi servizi le attività e i progetti dell'Ente metropolitano, nonché le iniziative dei Comuni e gli eventi del territorio. La Florence Tv ricorre all'uso dei social network per realizzare una maggiore diffusione dei video sul web ed ampliare il target di riferimento. I profili social (Facebook, Twitter, Instagram e Telegram) accompagnano la pubblicazione dei video con aggiornamenti puntuali e costanti. Inoltre, per le redazioni giornalistiche viene effettuato un servizio dedicato attraverso il caricamento sul sito www.florence.tv/presskit del video dei principali eventi seguiti.
- **Il servizio di press kit**, offerto alla Città Metropolitana nel supportare l'attività dell'ufficio stampa. Si tratta di uno strumento on line che permette alle redazioni accreditate, locali e non solo, di scaricare direttamente sul proprio pc il materiale stampa relativo a conferenze stampa ed eventi di proprio interesse. Collegandosi al sito <http://presskit.florence.tv/login.asp>, i giornalisti possono trovare un ricco archivio di materiale video sulle attività

dell'Ente metropolitano e non solo. Questo servizio è a disposizione anche degli Uffici stampa dei Comuni e di coloro che si accreditano. Inoltre, la Società cura anche un servizio mail di video embed rivolto alle testate locali e nazionali che permette di inserire il video in oggetto a corredo dei propri articoli.

- **Muoversi in Toscana info**, che è il notiziario che viene prodotto e realizzato dalla Florence Multimedia, anche in collaborazione con la Regione Toscana in virtù di un accordo specifico, nonché con il Comune di Firenze, e consiste in un servizio di infomobilità in favore della Città Metropolitana. Infatti, attraverso il notiziario, la Società tratta notizie sulla viabilità con estensione non solo al territorio metropolitano, ma anche regionale. Vengono realizzati servizi audiovisivi e testuali di informazione sulla mobilità, pubblica e privata, a livello metropolitano e regionale, con riferimento alle autostrade ed ai loro raccordi, alla Strada di Grande Comunicazione Fi-Pi-Li, alle strade statali, regionali e provinciali.
- **Social media managing**, importante esperienza, maturata negli anni, nella gestione e nel tempestivo aggiornamento della comunicazione sui social networks. In particolare, la Redazione gestisce i profili social su Facebook, Twitter e Telegram di “Muoversi in Toscana Info” e i profili Facebook, Twitter, Telegram e Instagram di “Florence Tv”. Da maggio 2020 la Società si occupa anche della gestione del canale Telegram “Muoversi nella Città Metropolitana di Firenze”, in virtù di un incarico specifico della Direzione Patrimonio e TPL dell'Ente metropolitano.
- **Turismo e Cultura**, la Società in house svolge per la Città Metropolitana una costante attività nei settori del turismo e della cultura. Generalmente a cadenza mensile viene realizzato un servizio video, della durata di circa tre minuti, in italiano e inglese, sugli eventi culturali e le mostre organizzate dalla Città Metropolitana, dai Comuni e dagli enti locali il mese successivo. Si

occupa inoltre della distribuzione delle Firenze Card, che sono i pass museali ufficiali della Città di Firenze.

- **Attività di “drone-reportage”** sul territorio dell’area metropolitana fiorentina. Finora i video realizzati con l’impiego del drone hanno consentito il monitoraggio dell’andamento dei cantieri delle grandi opere (tramvia e strade regionali) e dei cantieri comunali. L’attività è diventata permanente, arricchendo quelle quotidianamente svolte dalla Redazione di Florence Multimedia, per mostrare come l’azione di pianificazione operata dalla Città Metropolitana contribuisca a migliorare e trasformare il territorio.
- **Allestimento multimediale della sala Luca Giordano di Palazzo Medici Riccardi** in occasione di iniziative, convegni e manifestazioni organizzate dalla Città Metropolitana di Firenze (o da soggetti cui la Città Metropolitana concede in uso lo spazio). Il servizio comprende l’assistenza tecnica e il noleggio di allestimenti audio-visivi, nonché competenze nel settore dell’organizzazione e gestione di eventi, e nell’ideazione e realizzazione di campagne di comunicazione.

Fra i progetti speciali, che cambiano di volta in volta sulla base del piano delle attività biennale, si individuano per il biennio 2021-2022 le seguenti attività:

- **Podcast dantesco, anno 2021:** Florence Multimedia propone la prosecuzione del progetto di podcast dantesco avviato a fine 2020. Nel corso del 2021, anno in cui ricorre il settecentenario della morte di Dante Alighieri, una volta a settimana, per 52 settimane, verrà selezionato e letto un brano sul Divino Poeta, diffuso tramite i canali social di Florence Tv.
- **Luoghi della memoria, anno 2022:** i cimiteri militari sono luoghi della memoria esattamente come quelli in cui furono compiute stragi di civili. Il progetto prevede la realizzazione di sei reportages, le cui immagini e parole saranno scandite da riprese effettuate con il drone e da interviste ai

pochissimi testimoni ancora in vita. Vi saranno anche approfondimenti sulla Linea Gotica (che toccava alcuni comuni metropolitani come Marradi e Firenzuola) nonché riferimenti agli eventi che si svolsero in Palazzo Medici Riccardi (sede del Comitato di Liberazione Nazionale). I reportages verranno divulgati e anticipati sui canali social e tramite il coinvolgimento di comuni, associazioni, scuole ed enti collegati.

- **Post e video sul territorio, anni 2021 e 2022:** considerata l'evoluzione della cronaca istituzionale e la situazione contingente legata al Covid-19, la Società in house offre per il prossimo biennio un'attività di comunicazione aggiuntiva che monitori l'evoluzione sul territorio della situazione Covid-19 e dell'operato della Città Metropolitana.

3. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE: UNA BREVE RASSEGNA

La valutazione è il processo attraverso il quale un esperto giunge a formulare una motivata opinione in materia di valore o una conclusione in merito ad un valore. Il processo di valutazione conduce ad una stima, e non alla rilevazione di un dato di fatto. Il valore finale, ottenuto attraverso una sintesi dei risultati derivanti dalle analisi quantitative compiute, è influenzato dalle scelte relative ad ogni fase del processo svolto, che devono rispettare precisi requisiti.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV), il valutatore deve esprimere una "opinione di valore" (PIV, 1.1.4) che sia:

- razionale
- verificabile
- coerente
- affidabile

Oltre che, ovviamente, svolta in modo professionale e svolta con competenza.

L'attributo della razionalità, in particolare, fa riferimento al fatto che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica.

L'attributo della verificabilità fa riferimento al fatto che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni.

Ovviamente, la scelta del metodo di valutazione è articolata su un insieme di variabili. In considerazione del fatto che non esiste un metodo valido in assoluto, la scelta della o delle metodologie da utilizzare è basata sui postulati di:

- razionalità, intesa come applicazione di formule procedurali logiche, chiare e convincenti e, per tale motivo, condivisibili e riconosciute come valide dalla dottrina;
- obiettività; intesa come previsione di un processo valutativo articolato su dati affidabili, credibili e controllabili, prescindendo da finalità diverse da quella di determinare il capitale economico. Un metodo teoricamente corretto che sia fondato su una base di dati inattendibili inficia la qualità dell'intero processo;
- equità, intesa come dovere deontologico che comporta il non considerare gli interessi di parte nel corso del lavoro. Il principio impone di essere imparziali, intellettualmente onesti, disinteressati e liberi da conflitti di interesse;
- stabilità; intesa come limitazione massima degli elementi che abbiano natura di straordinarietà e siano non ricorrenti.

Sempre secondo i PIV (1.14.1), al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzati uno o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti visioni di carattere generale che possono

essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali criteri di stima.

Per scegliere con cognizione di causa il metodo di valutazione più appropriato è dunque necessario considerare la finalità con cui viene condotta tale valutazione, la determinazione dell'oggetto della valutazione, la qualità e la quantità delle informazioni a disposizione; nonché la situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione (cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'Azienda, Ipsoa, 2016).

Nella pratica è possibile individuare diversi approcci alla stima di una azienda:

- metodo patrimoniale (semplice e complesso);
- metodo reddituale;
- metodo finanziario;
- metodo misto (patrimoniale-reddituale);
- metodo dei multipli.

Qui facciamo una breve enunciazione dei vari metodi, rinviando per approfondimenti alle idonee letture (cfr. Pozzoli, Valutazione)

La logica alla base del metodo patrimoniale è quella di pervenire alla stima del valore attraverso la espressione a valori correnti delle poste attive e passive del patrimonio. Il metodo può essere sia semplice che complesso, in funzione se vengono o meno considerati i beni immateriali. In formula:

$$W = K'$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice

K' = valore del patrimonio netto rettificato

Invece, secondo il metodo reddituale, l'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di generare reddito, pertanto il suo valore corrisponde al valore attuale dei risultati economici attesi. In formula:

$$W = R a n \gamma i$$

dove:

W = valore del capitale economico;

R = reddito medio normalizzato annuo atteso;

n = orizzonte temporale considerato;

i = tasso di capitalizzazione

La formula sopra esposta esprime la capacità dell'azienda di realizzare flussi reddituali in un arco temporale definito; se consideriamo, invece, un tempo illimitato, avremo la seguente formula che esprime il valore di una rendita perpetua, cioè:

$$W = R/i$$

Con il metodo finanziario il valore dell'azienda è misurato dai flussi finanziari che è in grado di produrre. In formula, avremmo:

$$V = \sum CF_i \cdot v_i + V_t$$

laddove:

V = valore economico dell'azienda

CF = flussi finanziari attesi per il futuro

I = tasso di attualizzazione

Vt = terminal value

Il metodo misto che giunge al valore dell'azienda sommando al valore del patrimonio netto rettificato, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice, l'avviamento.

Infine, il metodo dei multipli che trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei a quello oggetto della valutazione, e pertanto ad esso comparabili. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo o il margine operativo lordo) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene immateriale.

Per completezza di esposizione giova ricordare che i PIV ricorrono ad una classificazione diversa dei metodi, in pratica però ammettendoli.

Per i PIV, in sostanza, esiste una "metodica di mercato" (market approach), una metodica dei risultati attesi (income approach) ed una del costo (cost approach). Tale classificazione delle metodiche di valutazione è di carattere generale. Le metodiche si ispirano ai principi economici dell'equilibrio dei prezzi di mercato (market approach), del valore di ogni attività in funzione della generazione di flussi di risultati (income approach) e del valore in funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per riprodurre un'attività simile a quella che deve essere valutata (cost approach). In funzione della natura del bene oggetto di valutazione e della configurazione di valore rilevante, uno o più dei principi enunciati tendono ad assumere maggiore significato.

Gli stessi PIV riconoscono che nell'ambito dei documenti emessi da standard setter internazionali e nell'ambito della letteratura accademica e professionale, viene talvolta individuata una rosa più ampia di approcci alla valutazione, ad esempio, includendo un approccio c.d. patrimoniale (Net Asset Approach), un approccio basato sulla valutazione separata di attività e passività (Asset-Liability Approach) e un approccio basato sul concetto di "extra profitto" (Economie Profit Approach).

In ogni caso l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), l'organismo emittente i PIV, nella sua rete concettuale di base, preferisce adottare una definizione degli approcci più generale e riferibile ad ogni categoria di attività (asset class) che possa formare oggetto di valutazione. Conseguentemente, gli ulteriori approcci segnalati sono stati intesi quali sottocategorie dei tre approcci principali individuati.

Si noti che l'OIV critica, semmai, il riferimento all'approccio patrimoniale (Net Asset Approach o Asset Approach o Net Asset Value Approach) per la valutazione di imprese quali property companies e holding di partecipazioni. Per l'OIV non si tratta di un approccio di valutazione in senso stretto, dal momento che le singole attività (asset) che formano il capitale investito di queste categorie di imprese vengono, di fatto, valutate adottando gli approcci specifici che risultano più adatti in funzione della natura delle stesse.

L'OIV, nel documento in consultazione prima della pubblicazione definitiva dei PIV nel 2015, prendeva anche atto che nella letteratura e nella pratica sono frequentemente citati il criterio patrimoniale semplice, il criterio patrimoniale complesso ed il criterio misto patrimoniale reddituale (al quale possono essere accostati anche i metodi basati sull'attualizzazione degli Abnormal earnings o dell'Economic Profit).

In ogni caso le tre metodiche classificate nei PIV rappresentano visioni del valore più generali, utilizzabili per ogni tipo di attività reale o finanziaria.

La metodica di mercato (market approach) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi.

Nel contesto della valutazione di aziende, alla metodica di mercato è di frequente riferita anche il cosiddetto "criterio dei moltiplicatori", siano essi rappresentati da "multipli di borsa" o da "multipli di transazioni comparabili", a cui abbiamo fatto cenno sopra.

I PIV (1.15.1), però sottolineano che vi sono delle condizioni di applicazione di tali metodologie, ovvero che:

- le attività assunte quali benchmark dell'attività oggetto di valutazione presentino un grado accettabile di comparabilità;
- i prezzi osservati per le attività di riferimento si formino in normali condizioni di mercato;
- non siano riconosciuti nel prezzo valori o sinergie speciali (legate alla specifica transazione).

In sostanza, ai fini della valutazione, è necessaria un'analisi approfondita non solo delle caratteristiche delle attività che vengono poste a confronto, ma anche delle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi negoziati sul mercato. Così, ad esempio, nell'ambito del mercato borsistico operazioni che hanno per oggetto ingenti blocchi azionari possono esprimere standard di valore differenti da quello espresso dai prezzi di borsa che si formano nel contesto delle negoziazioni correnti che avvengono sul mercato.

Ovviamente, ad esempio, nell'ambito delle valutazioni di business, i prezzi che si formano nel c.d. mercato del controllo (market for corporate control) possono risultare differenti, e di norma sensibilmente più elevati, rispetto ai prezzi espressi dal mercato azionario. Pertanto, qualora i prezzi osservati sul mercato portino ad un valore differente da quello giudicato rilevante nel contesto dell'incarico ricevuto, l'esperto può ricondurre le indicazioni di mercato allo standard di valore appropriato attraverso l'applicazione di premi e sconti.

Altra categoria di metodi è quella che i PIV definiscono come “metodica dei risultati attesi (Income approach)”.

La metodica dei risultati attesi (income approach) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro (PIV, 1.16.1).

Tale metodica è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

Rientrano in questa categoria i principali metodi che abbiamo sopra illustrato, ovvero:

- il metodo reddituale (capitalization of income);
- il metodo finanziario (discounted cash flow).

Nonché i metodi basati sul concetto di extra-reddito, Abnormal Earnings o Economic Profit; ed il metodo delle probabilità risk neutral declinato nei differenti modelli di valutazione delle opzioni (Option Pricing Model).

Giova solo ricordare che, talvolta i metodi basati sul concetto di extra-reddito, in particolare il metodo EVA — Economic Value Added, vengono elevati al rango di specifici approcci di valutazione. In apparenza sembrano criteri misti patrimoniali-reddituali, poiché aggiungono ad una base patrimoniale la creazione di valore intervenuta. Tuttavia, sul piano matematico portano ad una determinazione del valore in funzione dei risultati attesi. Tali metodi prevedono che i risultati attesi vengano idealmente frazionati in due componenti: la prima che individua il risultato riferibile alla normale remunerazione di mercato e la seconda che individua la quota di risultato incrementale (extra-reddito o Economic Value Added) superiore alla normale remunerazione di mercato. Adottando tale prospettiva, l'addendo del valore rappresentato dal capitale investito netto costituisce il valore di capitalizzazione della componente di risultato "normale".

Infine, l'OIV enuclea la metodica del costo (cost approach) a cui si può ricorrere nel caso di valutazione di progetti articolati in fasi e quindi qualora l'incertezza assuma caratteristiche sequenziali. In tale ipotesi possono essere utilizzati metodi di valutazione che si ispirano ai principi di valutazione delle opzioni reali (real options).

In particolare, il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione (reproduction cost) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (replacement cost). Devono essere precisate le motivazioni per le quali viene prescelta la prima o la seconda accezione di costo.

Per i PIV (1.17.1) la metodica del costo (cost approach) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (market approach) e dalla metodica dei risultati attesi (income approach).

Per unità di valutazione, come è noto, si intende, l'oggetto della misurazione che, in astratto, può essere: l'azienda nel suo complesso, il singolo titolo azionario oppure uno specifico pacchetto azionario.

Identificare come unità di valutazione l'azienda nel suo complesso, come nel nostro caso, comporta alcune importanti conseguenze. Il primo tra tutti è che non sarebbero applicabili né sconti di minoranza né premi di maggioranza, mentre resterebbero da considerare tutti quegli sconti che si applicano all'impresa nel suo complesso, quali ad esempio gli sconti per la dipendenza da persone chiave (key person discount), gli holding discount, ed eventualmente, in relazione alla tipologia di business, gli sconti per mancanza di liquidabilità.

In quanto agli approcci valutativi da seguire, è chiaro che si misura il valore dell'impresa "as is - where is" ovvero nella sua realtà operativa corrente. La stima viene quindi effettuata in una prospettiva stand alone.

4. LA MISURAZIONE DEL VALORE DI FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE SECONDO IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

La premessa sui metodi è ritenuta indispensabile nel processo di valutazione, visto che ai sensi dei PIV è necessario che il valutatore esprima, in sintesi, il processo che lo conduce ad esprimere una determinata “opinione di valore”, nonché le ragioni che lo portano al ricorso ad una metodologia piuttosto che ad un’altra.

La nostra scelta cade su una valutazione che faccia la media del risultato di due metodologie. Si tratta del metodo patrimoniale semplice e del metodo finanziario.

In casi analoghi sarebbe stato probabilmente sufficiente procedere alla valutazione patrimoniale semplice, stante che la componente reddituale, in una società in house di natura strumentale a socio unico, è ovviamente limitata dal fatto che la sua stessa finalità sta nell’erogare il proprio servizio al socio senza applicarvi margini di remunerazione significativi. Riprova ne è che la società, nell’ultimo triennio, è sempre stata in sostanziale pareggio. Anche per questo andare ad individuare un valore di mercato, ad esempio con il metodo dei multipli, sarebbe del tutto fuorviante, essendo sia i valori di ricavo, sia la concreta operatività della azienda, molto condizionati dal contesto istituzionale in cui opera l’azienda.

Iniziamo dunque con il metodo patrimoniale semplice, che si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo componenti il capitale.

Gli step necessari al fine di giungere al valore economico dell’azienda sono:

- verifica della consistenza delle poste attive e delle poste passive;
- espressione a valori correnti delle poste attive e passive, ove il valore contabile non sia congruo;
- stima del valore.

Pertanto, scopo della metodologia è esprimere a valori correnti tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale per giungere alla determinazione di un "patrimonio netto rettificato", ossia espresso a valori correnti.

In termini matematici, il metodo in esame è così rappresentabile:

$$W = K'$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

W *valore corrente teorico dell'azienda che si intende valutare;*

K' *valore del patrimonio netto rettificato;*

Si presentano nel seguito i risultati che emergono dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

Patrimonio netto rettificato (K')

Il *patrimonio netto rettificato K'* è il risultato di una valutazione, al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

- identificazione del patrimonio netto contabile (i);
- accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);
- applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);
- calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).

Identificazione del patrimonio netto contabile e patrimonio netto rettificato

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il **patrimonio netto contabile alla data del 31.12.2020**, come risultante dal bilancio approvato fornito allo Scrivente, è pari ad euro **85.562,00** ed è costituito per euro 50.000,00 da capitale sociale interamente versato, per euro 26.257,00 da riserva legale, per euro 7.662,00 da altre riserve (trattasi degli accantonamenti a riserva straordinaria degli utili degli esercizi 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019) ed infine per euro 1.643,00 dall'utile di esercizio.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore corrente e valore contabile:

Stato patrimoniale riclassificato	2018	2019	2020
CREDITI V/SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI	- €	- €	- €
Immobilizzazioni immateriali	- €	- €	- €
Immobilizzazioni materiali	3.410 €	2.760 €	1.395 €
Immobilizzazioni finanziarie	- €	- €	- €
ATTIVO IMMOBILIZZATO	3.410 €	2.760 €	1.395 €
Rimanenze	- €	- €	- €
Crediti commerciali	290.157 €	289.605 €	207.118 €
Crediti tributari	52.046 €	67.155 €	57.133 €
Imposte anticipate	- €	- €	- €
Altri crediti	800 €	8.013 €	5.085 €
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	- €	- €	- €
Ratei e risconti attivi	- €	- €	- €
Liquidità	141.506 €	89.642 €	140.972 €
ATTIVO CIRCOLANTE	484.509 €	454.415 €	410.308 €
TOTALE ATTIVO	487.919 €	457.175 €	411.703 €
PN	83.367 €	83.919 €	85.562 €
Fondo TFR	70.998 €	78.854 €	90.986 €
Altri fondi	151.427 €	80.681 €	92.681 €
Debiti finanziari oltre il successivo esercizio	- €	- €	- €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	222.425 €	159.535 €	183.667 €
Debiti commerciali	90.401 €	120.832 €	65.359 €
Debiti tributari e di previdenza	40.838 €	44.818 €	28.584 €
Debiti finanziari entro il successivo esercizio	- €	- €	- €
Altri debiti	12.191 €	11.354 €	10.957 €
Ratei e risconti passivi	38.697 €	36.717 €	37.574 €
PASSIVITA' CORRENTI	182.127 €	213.721 €	142.474 €
TOTALE PASSIVO	487.919 €	457.175 €	411.703 €

Dal bilancio al 31.12.2020 emergono i seguenti valori:

- l'attivo è pari ad euro **411.703,00** ed è composto principalmente da attivo immobilizzato per complessivi euro 1.395,00 e da attivo circolante per euro 410.308,00, di cui disponibilità liquide per euro 140.972,00;
- il passivo al 31.12.2020, pari ad euro **411.703,00**, è composto dal patrimonio netto pari ad euro 85.562,00, dal fondo TFR per euro 90.986,00, dai fondi rischi e oneri per euro 92.681,00, dai debiti per complessivi euro 104.900,00, e dai ratei e risconti passivi per euro 37.574,00.

ATTIVO

Al 31.12.2020 non risultano crediti verso soci per versamenti ancora dovuti.

Al 31.12.2020 **non risultano immobilizzazioni immateriali**. Infatti, dal 2014 le immobilizzazioni immateriali (costituite per euro 6.707 da spese di impianto ed ampliamento e per euro 5.517 da software) sono interamente ammortizzate.

La voce immobilizzazioni materiali è costituita da attrezzature, da mobili e arredi, da macchine da ufficio, da mezzi di trasporto (biciclette) e da un dispositivo di backup dati. La voce suddetta è quasi completamente ammortizzata e tiene comunque conto del degrado fisico e dell'obsolescenza dei beni in essa inclusi. **Si assume, pertanto, come ragionevole il loro valore netto contabile pari ad euro 1.395,00, che non viene rettificato.**

Tra l'altro nel 2020 sono stati effettuati degli storni contabili di pari importo sul costo storico e sul valore del fondo ammortamento per depurare alcune voci del valore delle immobilizzazioni immateriali (software) e materiali (macchine d'ufficio elettroniche) che hanno cessato di esistere.

Al 31.12.2020 **non vi sono né immobilizzazioni finanziarie, né vi sono rimanenze.**

I crediti, esigibili entro l'esercizio successivo, sono valutati al valore di presumibile realizzo. La Società, data la sua natura di società "in house" partecipata al 100% dalla Città Metropolitana di Firenze, presenta principalmente crediti verso società controllanti. Infatti, al 31.12.2020 risultano crediti nei confronti del socio unico per euro **207.118,00** per fatture da emettere nel 2021 ma di competenza 2020.

Per quanto riguarda i crediti tributari, pari ad euro **57.133,00**, si riferiscono al credito IVA ed ai crediti IRAP ed IRES.

Alla luce del fatto che non rientra nei nostri compiti fare un audit dei valori si assume che tali valori siano congrui. Alla luce di quanto esposto, lo Scrivente ritiene **di non procedere ad alcuna rettifica di valore.**

I crediti verso altri sono pari ad euro **5.085,00**.

Ai fini della perizia, pertanto, si assume il loro valore netto contabile complessivo di euro 269.336,00.

Le disponibilità liquide, pari complessivamente ad euro **140.972,00**, sono costituite principalmente dai saldi al 31.12.2020 dei conti correnti bancari detenuti presso gli istituti di credito. **Anche in tal caso non si procede ad alcuna rettifica del valore, ma si assume quello contabile.**

Non vi sono ratei e risconti attivi.

PASSIVO

Il fondo TFR è rilevato al netto degli acconti erogati e delle quote utilizzate per le cessazioni del rapporto di lavoro intervenute nel corso dell'esercizio e rappresenta il debito certo nei confronti dei lavoratori dipendenti alla data di chiusura del bilancio. È pari ad euro **90.986,00**. **Ai fini della presente relazione di stima viene assunto per il valore indicato in bilancio.**

Il fondo per rischi e oneri viene incrementato dell'accantonamento annuale prudenziale di euro 12.000,00, eseguito nell'esercizio 2020 e che fa seguito agli accantonamenti degli esercizi precedenti. Tale accantonamento è stato calcolato in base alle previsioni di andamento delle singole cause, su cui è stata redatta una relazione del legale di fiducia della Società in una apposita relazione che ne ha delineato anche i rischi di soccombenza.

Alla luce di quanto esposto, si ritiene congruo e prudenziale l'accantonamento al fondo rischi e oneri operato nel corso dell'esercizio 2020; e, pertanto, **ai fini della presente relazione di stima si assume il valore netto contabile del fondo di euro 92.681,00.**

La voce debiti verso fornitori, per fatture e note di credito da ricevere, è pari ad euro **65.359,00.**

Nella voce debiti tributari, di euro **11.185,00**, sono iscritti i debiti verso l'erario di competenza dell'esercizio, nonché le ritenute operate su prestazioni di lavoro autonomo e su prestazioni di lavoro dipendente ed assimilato.

I debiti verso gli istituti previdenziali ed assistenziali, pari ad euro **17.400,00**, invece, riguardano il debito al 31.12.2020 verso l'INPS, verso l'INAIL e verso enti previdenziali ed assistenziali vari.

Nella voce altri debiti di euro **10.957,00** sono stati iscritti sia i debiti verso i dipendenti per le retribuzioni correnti, che una quota irrisoria di debiti diversi verso terzi.

Nessun debito ha scadenza oltre l'esercizio attualmente in corso. **Il loro valore netto contabile complessivo viene assunto ai fini della perizia di stima senza rettificarlo ed è pari ad euro 104.900,00.**

I ratei e risconti passivi di euro **37.574,00** sono costituiti principalmente da ratei passivi per le quote maturate di quattordicesima, ferie e relativi oneri sociali, relativi al personale dipendente. **L'importo indicato in bilancio viene assunto anche ai fini della presente relazione di stima.**

Il patrimonio netto rettificato e gli oneri fiscali potenziali

Sulla base dei dati sopra esposti lo Scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato, che è del tutto coincidente con i valori contabili. Questo in ragione del fatto che l'azienda non ha immobilizzazioni, materiali o immateriali, meritevoli di rivalutazione.

Metodo Patrimoniale Semplice

STATO PATRIMONIALE	VALORI DI BILANCIO	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	- €		- €
Tot. Immobilizzazioni Immateriali	- €	- €	
1) costi di impianto e di ampliamento	- €		- €
2) costi di sviluppo	- €		- €
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	- €		- €
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	- €		- €
5) avviamento	- €		- €
6) immobilizzazioni in corso e acconti	- €		- €
7) altre	- €		- €
Tot. Immobilizzazioni Materiali	1.395,00 €	1.395,00 €	
1) terreni e fabbricati	- €		- €
2) impianti e macchinari	- €		- €
3) attrezzature industriali e commerciali	- €		- €
4) altri beni	1.395,00 €	1.395,00 €	- €
5) immobilizzazioni in corso e acconti	- €		- €
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	- €	- €	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	- €		- €
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	- €		- €
3) altri titoli	- €		- €
4) strumenti finanziari derivati attivi	- €		- €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	1.395,00 €	1.395,00 €	
Rimanenze	- €		- €
Crediti verso clienti	- €		- €
Crediti verso imprese controllate	- €		- €
Crediti verso imprese collegate	- €		- €
Crediti verso controllanti	207.117,65 €	207.117,65 €	- €
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €		- €
Crediti tributari	57.133,26 €	57.133,26 €	- €
Imposte anticipate	- €		- €
Crediti verso altri	5.085,00 €	5.085,00 €	- €
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	- €		- €
Liquidità	140.971,78 €	140.971,78 €	- €
Ratei e risconti attivi	- €		- €
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	410.307,69 €	410.307,69 €	
TOTALE ATTIVO	411.702,69 €	411.702,69 €	- €
Fondi per rischi e oneri	92.681,00 €	92.681,00 €	- €
Fondo TFR	90.986,00 €	90.986,00 €	- €
Obbligazioni	- €		- €
Debiti verso soci per finanziamenti	- €		- €
Debiti verso banche	- €		- €
Debiti verso altri finanziatori	- €		- €
Debiti verso fornitori e acconti	65.358,59 €	65.358,59 €	- €
Debiti rappresentati da titoli di credito	- €		- €
Debiti verso imprese controllate	- €		- €
Debiti verso imprese collegate	- €		- €
Debiti verso controllanti	- €		- €
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €		- €
Debiti tributari	11.184,67 €	11.184,67 €	- €
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	17.399,50 €	17.399,50 €	- €
Debiti verso altri	10.956,75 €	10.956,75 €	- €
Ratei e risconti passivi	37.574,00 €	37.574,00 €	- €
TOTALE PASSIVO	326.140,51 €	326.140,51 €	- €
PATRIMONIO NETTO	85.562,18 €	85.562,18 €	- €

A questo punto è necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze. La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente. In

molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di poter ignorare il c.d. effetto paratasse, in quanto non risultano plusvalenze sulle quali applicare l'aliquota fiscale poiché non sono state rilevate rettifiche di valore in aumento delle poste patrimoniali. Pertanto, **si assume che l'effetto paratasse sia nullo.**

DESCRIZIONE	PLUSVALENZE DA RETTIFICHE DI VALORE	
Aliquota fiscale		
		- €
		- €
TOTALE PLUSVALENZE	- €	
ONERI FISCALI POTENZIALI		- €

Si procede, quindi, alla determinazione del patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

Metodo Patrimoniale Semplice: Patrimonio netto rettificato	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	85.562,00 €
Rettifiche in aumento	
Rettifiche in diminuzione	- €
Oneri fiscali potenziali	- €
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	85.562,00 €

Il patrimonio netto rettificato risulta di euro 85.562,00.

In conclusione, sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, **il valore del capitale economico di FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE secondo il metodo patrimoniale semplice risulta di euro 85.562,00.**

5. CALCOLO DEL VALORE DELL'AZIENDA SECONDO IL METODO FINANZIARIO

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione e trovano spesso applicazione nei

casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.

Il valore di un'azienda, quindi, si basa sulla sua capacità di produrre liquidità, che remunera i portatori di capitale e garantisce autofinanziamento e nuovi investimenti, ed è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro.

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima comprendono il *metodo Discounted Cash Flow (DCF)*, nelle varianti *asset side* o *equity side*, e il *Dividend Discount Model (DDM)*.

La presente metodologia di stima si basa sul Discounted Cash Flow e calcola l'Enterprise Value a partire dai flussi di cassa prospettici scontati per il costo del capitale medio ponderato, ovvero il WACC, calcolato tramite il Build-Up Approach.

Nel *metodo del DCF* il valore è pari alla sommatoria dei flussi di cassa futuri attualizzati. Nel caso di approccio *asset side*, i flussi presi in esame sono quelli operativi, che si generano dal modo in cui viene sfruttato il capitale investito. Il valore del capitale economico è determinato partendo dal valore degli asset (COIN) determinato grazie ai flussi operativi prospettici al netto del debt necessario per mantenere tale livello di flussi. In questo modo si determina il free cash flow operativo (FCFO).

Il *Free Cash Flow Operativo* è, dunque, costruito partendo dal NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) a cui vengono sommati gli ammortamenti e accantonamenti; il risultato così ottenuto viene depurato della variazione del CCN e degli investimenti in immobilizzazioni (CAPEX). Si ottiene così il flusso di cassa generato nell'esercizio.

Una volta ottenuto l'Enterprise Value dell'impresa, si considera la Posizione Finanziaria Netta per giungere infine all'Equity Value. Infatti, se si considerano anche le fonti di finanziamento (esempio: flussi inerenti alla negoziazione/rimborso dei

debiti, al costo dei debiti, alle operazioni sul capitale proprio in aumento e diminuzione, alla distribuzione dei dividendi), si determinano sia flussi operativi, che finanziari. Questo è il caso dell'approccio equity side dove i flussi determinati prendono il nome di *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

Nel caso di specie lo Scrivente ritiene opportuno applicare come metodo di controllo il metodo del Discounted Cash Flow secondo un approccio "asset side".

Gli step fondamentali del metodo DCF sono:

- la determinazione del tasso d'attualizzazione;
- l'attualizzazione dei flussi di cassa;
- la posizione finanziaria netta e la stima del valore.

La determinazione del tasso d'attualizzazione

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata.

Il tasso è uno degli elementi fondanti dell'impianto valutativo e dalla sua corretta determinazione dipende ampiamente la qualità dell'output finale e la misura del valore dell'azienda. Ecco perché diventa fondamentale individuare il tasso da utilizzare nella valutazione corrente.

Tra i precetti chiave per determinare il tasso si ricorda in particolare la coerenza fra tasso e flussi in termini di natura del flusso, nell'ipotesi in cui la valutazione si basi su flussi disponibili per la proprietà aziendale allora si ricorre ad un tasso che esprime unicamente il costo dei mezzi propri, c.d. *valutazioni equity side*, mentre se la valutazione ha ad oggetto flussi monetari operativi unlevered, c.d. *valutazione asset side*, si utilizza il tasso nella configurazione del costo medio ponderato del capitale

(Wacc), quale sommatoria di due fattori: il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi.

Formula Asset Side

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} - D + \frac{TV}{(1 + wacc)^{n+1}} + SA$$

Dove:

D = *Debt*

TV = *Terminal Value*

SA = *Surplus Assets* (proventi di attività accessorie e non quantificabili in termini di flussi)

Formula Equity Side

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t} + \frac{TV}{(1 + ke)^{n+1}} + SA$$

Dove:

TV = *Terminal Value*

SA = *Surplus Assets* (proventi di attività accessorie e non quantificabili in termini di flussi)

ke = CAPM

Il tasso di sconto utilizzato nelle valutazioni *asset-side* è, dunque, il **WACC**. Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall'impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell'investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario.

Questo rendimento, noto come **costo medio ponderato del capitale ("WACC")**, è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale.

La formula generale per il calcolo del WACC è:

$$WACC = K_d * (D/D+E) + K_e * (E/D+E)$$

dove

WACC = costo medio ponderato del capitale investito;

K_d = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

K_e = costo del capitale di rischio;

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Il tasso di sconto utilizzato, invece, nelle valutazioni *equity-side* è, dunque, il **K_e**. Secondo la prassi professionale, nella determinazione di questo tasso si dovrebbe tener conto di due fattori:

- la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. price of time, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto dell'investimento.

Vari sono i modelli e le teorie elaborate dalla comunità finanziaria per attribuire oggettività alla selezione del premio, ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Infatti, i PIV al punto III.1.44 precisano che *"Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale*

è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato".

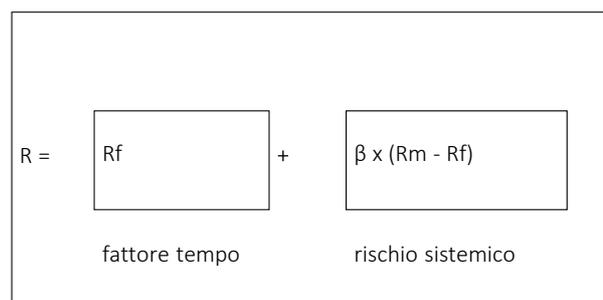
Nonostante i limiti del CAPM, l'OIV invita comunque a non allontanarsi da questo modello perché tale scelta potrebbe ridurre il grado di oggettività e di dimostrabilità della stima.

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori legati dalla formula sotto riportata:

- risk free rate (Rf);
- risk premium (Rm - Rf);
- beta (β) coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Il modello CAPM consente di trovare il rendimento di un investimento (un'attività) mediante la somma fra il free risk ed un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Come si può osservare dalla formula, il premio dipende dalla rischiosità sistemica dell'azienda oggetto di valutazione la cui misurazione viene affidata al coefficiente beta. Dunque, la formula del CAPM può essere scomposta come segue:



The diagram illustrates the decomposition of the CAPM formula. It shows the equation $R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ with the components labeled below. R_f is labeled as "fattore tempo" (time factor), and $\beta \times (R_m - R_f)$ is labeled as "rischio sistemico" (systemic risk).

In ogni caso secondo i PIV punto (III.1.45): *"In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il così detto risk free rate), il premio per il rischio di mercato,*

il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima". Il risk free rate, vale a dire la prima componente del CAPM, ovvero quel tasso a cui si aggiunge un premio per il rischio per determinare il rendimento atteso di un investimento rischioso, costituisce il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati non incerti. Questa componente del modello viene associata al rendimento dei titoli di Stato. Quindi l'assunzione del rendimento di un titolo di stato può rappresentare una buona approssimazione del risk free rate, ovviamente se ci stiamo riferendo ad aziende operanti in Paesi in cui lo Stato Sovrano è ragionevolmente solido.

La seconda componente del CAPM, come si è detto, è il premio per il rischio che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio (titolo di stato) ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario).

Il premio per il rischio rappresenta quindi la differenza tra il rendimento del mercato ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio (risk free rate). Secondo i PIV *"il premio per il rischio dovrebbe essere una grandezza che l'esperto estrae direttamente tramite un approfondimento in merito agli andamenti di mercato"*. In concreto, nella prassi professionale, si registra la consuetudine di determinare il premio basandosi sull'extrapolazione di dati storici resi disponibili da banche dati come quella della Ibbotson Associates che raccoglie anche informazioni sui rendimenti di azioni e di titoli di stato a breve e a lungo dal 1926 ad oggi¹.

L'ultimo elemento da considerare nel modello CAPM è il fattore beta (β) che rappresenta la misura del rischio sistematico da associare al flusso da valutare in

¹ Una fonte gratuita e molto aggiornata, inoltre, si ritrova nelle pagine web gestite da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Una sezione del suo "Damodaran on line" è appunto dedicata ad informazioni quantitative di mercato.

relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato². Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola azienda o, in subordine, del settore operativo, vale a dire il rischio che l'investitore sopporta investendo in una determinata società anziché nel mercato nel suo complesso.

Il beta è funzione essenzialmente di tre variabili: tipo di attività dell'impresa, intensità della leva operativa, intensità della leva finanziaria³. Quanto al settore, un business sensibile alle condizioni di mercato presenta ovviamente un beta maggiore.

Tecnicamente, la stima del coefficiente beta si basa sulla regressione dei rendimenti del titolo oggetto di stima rispetto ai rendimenti del portafoglio di mercato; la difficoltà di determinare il beta è particolarmente evidente per le società non quotate, dove non esiste un coefficiente espresso dal mercato, questo soprattutto in mercati poco sviluppati come quello italiano. Esemplificando, ad un'azienda di minori dimensioni, che non presenta particolari vantaggi competitivi, corrisponde di regola un coefficiente beta più elevato.

Il beta medio di tutti gli investimenti, ponderato per la capitalizzazione di mercato, nel CAPM è pari a 1. Dunque, il beta che stimiamo per un'attività dovrebbe misurare il rischio aggiunto da quell'attività ad un portafoglio diversificato. Un'azienda con beta inferiore ad 1 si può considerare esposta in modo modesto al rischio di mercato, diversamente da quella che presenta un coefficiente superiore ad 1.

Alcuni analisti, una volta ottenuto il rendimento atteso, rettificano il risultato per tenere conto dei limiti del modello. Alcuni studi sul CAPM hanno messo in evidenza che esso tende a sottostimare il rendimento atteso per le imprese di minori dimensioni. Di conseguenza, è pratica abbastanza comune aggiungere il cosiddetto small firm premium, così da ottenere il costo del capitale netto per le imprese più piccole. Tale premio è solitamente stimato sulla base dei dati storici ed è

² Cfr. Guida alla Valutazione, Borsa Italiana.

³ Cfr. La stima dei parametri di rischio - Aswath Damodaran

rappresentato dalla differenza del rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato nella misura circa dal 3% al 3,5%⁴.

Nel caso in esame, applicazione del DCF secondo un approccio asset side, si ritiene di non procedere al calcolo del Wacc sulla base della formulazione prima esposta, ma di poter determinare il costo medio ponderato del capitale partendo dal dato estratto dal database gestito dal Prof. Aswath Damodaran, titolare del corso di Corporate Finance and Valuation alla Stern School of Business at New York University (Stern, Scuola di management della New York University, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Dal "Damodaran on line", nello specifico dalla sezione "Data: Current" - "Costs of Capital by Industry Sector" - "Europe", settore Publishing & Newspapers, in cui si ritiene di collocare la Società oggetto di valutazione, è stato estrapolato il valore del Wacc come da tavola sotto riportata:

Date updated:	05-gen-21		
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu		
What is this data?	Cost of equity and capital (updateaWestern Europe		
Home Page:	http://www.damodaran.com		
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Pa		
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ind		
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Pa		
<i>To update this spreadsheet, enter the following</i>		Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)	
Long Term Treasury bond rate =	0,93%	Standard Deviation	
Risk Premium to Use for Equity =	5,56%	0	
Global Default Spread to add to cost of debt =	0,77%	0,25	
Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?		0,4	
If yes, enter the marginal tax rate to use		0,65	
		0,75	
<i>These costs of capital are in US\$. To convert to a different currency, please enter</i>		0,9	
Expected inflation rate in Euros =		1	
Expected inflation rate in US \$ =			
Industry Name	Cost of Equity	Cost of Debt	Cost of Capital
Publishing & Newspapers	5,84%	3,35%	4,93%
			4,09%

Il tasso così desunto, pari al **4,09%**, per una rappresentazione prudentiale della rischiosità specifica della Società, viene incrementato di **1,5 punti percentuali**. Pertanto, ai fini della presente relazione di stima si assume un **Wacc** pari a **5,59%**.

⁴ Cfr. A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli editore, 2014

La scelta di alzare il tasso corrisponde, ovviamente, ad una considerazione di carattere prudenziale.

L'attualizzazione dei flussi di cassa

Nella formulazione *asset-side* del *DCF* i flussi attualizzati sono quelli generati dalla gestione caratteristica dell'impresa che rappresentano l'effettiva generazione di risorse che residuano dopo aver realizzato investimenti nel capitale circolante e nelle attività fisse, come da espressione sotto riportata.

Formula Asset Side

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} - D + \frac{TV}{(1 + wacc)^{n+1}} + SA$$

Dove:

D = *Debt*

TV = *Terminal Value*

SA = *Surplus Assets* (proventi di attività accessorie e non quantificabili in termini di flussi)

La formula prevede, oltre l'attualizzazione dei flussi, un'ulteriore attualizzazione riguardante il cosiddetto *Terminal Value*. Questo esprime il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. La qualità del valore finale (intesa come capacità di cogliere il trend aziendale oltre il termine temporale di proiezione esplicita) è legata all'accuratezza con cui sono costruiti e stimati i flussi di cassa futuri. La formulazione del *TV* si basa sul presupposto che, nel futuro, i flussi si manterranno costanti (ipotesi *steady state*). Poiché questa è una semplificazione penalizzante, in quanto un'azienda in bonis e correttamente gestita, tendenzialmente, incrementa i flussi finanziari, si introduce un *fattore di crescita g*.

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO * (1 + g)}{wacc} \right]}{(1 + wacc)^t}$$

Terminal Value Asset Side

Nel caso di specie, non disponendo di un piano industriale, si anticipa, si farà riferimento ai soli dati storici e quindi ad una attualizzazione di un flusso considerato normale annuo.

Si procede ora alla determinazione del free cash flow operativo.

Il punto di partenza è il conto economico riclassificato a valore aggiunto degli ultimi tre esercizi (2018-2019-2020):

Conto economico riclassificato	2018	2019	2020
Ricavi delle vendite e prestazioni	665.353 €	681.131 €	475.096 €
Variazioni delle rimanenze e capitalizzazioni	- €	- €	- €
Altri ricavi e proventi esclusi quelli di natura straordinaria	22.082 €	17.891 €	9.272 €
Contributi in c/esercizio	- €	- €	- €
VALORE DELLA PRODUZIONE	687.435 €	699.022 €	484.368 €
Acquisti di beni	- €	498 €	- €
Variazione delle rimanenze	- €	- €	- €
Costi per servizi	342.240 €	365.828 €	161.528 €
Godimento beni di terzi	27.407 €	26.799 €	26.862 €
Oneri diversi di gestione	5.409 €	10.596 €	3.709 €
VALORE AGGIUNTO	312.379 €	295.301 €	292.269 €
Retribuzione e altri oneri del personale	231.491 €	279.037 €	273.492 €
EBITDA	80.888 €	16.264 €	18.777 €
Ammortamenti	1.582 €	1.390 €	1.365 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	- €	- €	- €
Accantonamenti per rischi e altri	55.000 €	9.000 €	12.000 €
EBIT	24.306 €	5.874 €	5.412 €
Proventi finanziari	1 €	- €	- €
Oneri finanziari	105 €	51 €	95 €
Utili (perdite) su cambi	- €	- €	- €
Saldo delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	- €	- €	- €
RISULTATO DOPO LA GESTIONE FINANZIARIA	24.202 €	5.823 €	5.317 €
Altri ricavi e proventi di natura straordinaria	- €	- €	- €
Costi e oneri di natura straordinaria	- €	- €	- €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	24.202 €	5.823 €	5.317 €
Imposte	23.500 €	5.272 €	3.674 €
RISULTATO NETTO	702 €	551 €	1.643 €

Occorre, a questo punto, riesprimere in termini di flussi di cassa i valori economici della Società.

L'EBITDA corrisponde al margine operativo lordo aziendale, al lordo degli ammortamenti e degli accantonamenti. A tale valore è stato poi sottratto il totale degli ammortamenti annui e degli accantonamenti, così da ottenere l'EBIT. Quest'ultimo margine, al netto dell'effetto fiscale, restituisce il NOPAT (Net operating profit after taxes), che consideriamo una configurazione di margine appropriato per il calcolo dei flussi operativi da attualizzare.

Aggiungendo al NOPAT i costi non monetari della gestione corrente caratteristica e le variazioni del CCN e degli altri fondi, otterremo il Free cash flow della gestione caratteristica. Considerando a questo punto i flussi (in entrata/in uscita) derivanti dai nuovi investimenti e dai disinvestimenti, otterremo il Free Cash Flow Operativo (FCFO). Si riporta di seguito la costruzione del cash flow effettuata:

Cash flow	2018	2019	2020
EBIT (Reddito Operativo)	24.306 €	5.874 €	5.412 €
- Imposte	- 23.500 €	- 5.272 €	- 3.674 €
NOPAT	806 €	602 €	1.738 €
+ Ammortamenti	1.582 €	1.390 €	1.365 €
+ Svalutazioni e altri accantonamenti	55.000 €	9.000 €	12.000 €
Autofinanziamento netto	57.388 €	10.992 €	15.103 €
<i>Variazione CCN</i>	- €	- €	- €
-Variazione delle rimanenze	- €	- €	- €
-Variazione crediti commerciali	- 102.242 €	552 €	82.487 €
+Variazione debiti commerciali	44.598 €	30.431 €	- 55.473 €
<i>+/- Variazione capitale circolante netto</i>	- 57.644 €	30.983 €	27.014 €
<i>Utilizzo fondo TFR e altri fondi</i>	- €	- €	- €
-Utilizzo fondo TFR	- €	- €	- €
-Utilizzo fondo rischi ed oneri	- €	- 70.746 €	- €
Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)	- 256 €	- 28.771 €	42.117 €
<i>Variazione immobilizzazioni immateriali</i>	- €	- €	- €
- Investimenti	- €	- €	- €
+ Disinvestimenti	- €	- €	- €
<i>Variazione immobilizzazioni materiali</i>	- €	- €	- €
- Investimenti	- 3.450 €	- 739 €	- €
+ Disinvestimenti	- €	- €	- €
<i>- Investimenti totali riferibili all'area operativa</i>	- 3.450 €	- 739 €	- €
<i>+ Disinvestimenti totali riferibili all'area operativa</i>	- €	- €	- €
Free cash flow operativo (FCFO)	- 3.706 €	- 29.510 €	42.117 €
- Interessi passivi e altri oneri finanziari	- 105 €	- 51 €	- 95 €
- Pagamento dividendi	- €	- €	- €
+ Proventi finanziari	1 €	- €	- €
<i>Variazione debiti finanziari</i>	- €	- €	- €
+ Accensione nuovi debiti finanziari	- €	- €	- €
- Rimborso debiti finanziari	- 170 €	- €	- €
+ Aumento di capitale sociale	- €	- €	- €
- Rimborso di capitale sociale	- €	- €	- €
Free cash flow to equity (FCFE)	- 3.980 €	- 29.561 €	42.022 €

Nel caso di specie occorre fare delle precisazioni sul flusso di cassa da considerare. Fermo restando che debba essere di natura operativa, si osserva che il metodo finanziario si basa sulla capacità di generare flussi futuri, siano essi operativi e/o finanziari. Capacità futura che generalmente dovrebbe misurarsi su valori prospettici e non su dati storici di bilancio, in quanto valori passati. Stante i dati a disposizione si ritiene che si debba considerare la media dei flussi di cassa degli ultimi tre esercizi. Pertanto, risulterebbe espressiva del valore economico dell'azienda la rendita perpetua del flusso operativo medio determinato.

Occorre, però, fare una riflessione e considerare una semplificazione della formula del TV del DCF, così come descritta in un articolo dell'AIAF⁵ (Associazione italiana per l'analisi finanziaria).

Secondo questo approccio, e visto che il calcolo del TV incide significativamente in una valutazione d'azienda, è buona pratica considerare attentamente le ipotesi alla base del modello DCF, che implicitamente impongono una coerenza ed una sostenibilità dell'eventuale crescita per un tempo illimitato dell'impresa con il calcolo del valore residuo attraverso la semplice formula di una rendita perpetua. L'azienda si deve trovare, quindi, in una condizione stabile dove la crescita può essere al massimo costante per sempre. Una buona politica di controllo della qualità delle valutazioni è di verificare proceduralmente che vi sia coerenza nel calcolo del TV tra tasso di crescita costante (g) del Nopat e la quota di Nopat, sempre costante, necessaria a sostenere tale crescita.

Un tasso di crescita non supportato da coerenti investimenti con utili caratteristiche di rendimento è ovviamente insostenibile e comporta un conseguente errore della stima del valore di impresa.

Pertanto, quando nell'ambito di una valutazione d'azienda ci rendiamo conto di trovarci in una situazione di perpetuity in cui l'azienda cessa di crescere, i nuovi investimenti non portano ulteriore valore alla società, il che è coerente con una situazione stand-alone, e quindi ad impiantistica data.

Nel caso in esame il flusso di cassa operativo scelto dallo Scrivente è il Free Cash Flow Operativo (FCFO) medio, che nel caso di specie è pari ad euro **2.966,98**.

Applicando la formula della rendita perpetua sopra esposta e considerando il Wacc precedentemente determinato, il valore della rendita perpetua (**Enterprise Value**) risulta pari ad euro **53.076,57**.

⁵ Cfr. Rivista Aiaf n. 66 (aprile 08) - Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza.

La posizione finanziaria netta e la stima del valore

Un capitolo a parte riguarda il tema delle eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica. In questo ambito è da prendere in considerazione il valore della *posizione finanziaria netta (PFN)*.

Si precisa che la PFN è stata calcolata come somma algebrica fra le disponibilità liquide, i crediti finanziari, i debiti finanziari ed il fondo TFR al 31.12.2020. Quanto al fondo TFR, l'inclusione o meno nella PFN del TFR è da sempre un tema moltodibattuto e discusso, soprattutto in sede negoziale. Coloro che sostengono la correttezza dell'inclusione del TFR, muovono dall'assunto che questa è nella sostanza una forma di autofinanziamento dell'impresa, tanto che è oggetto di rivalutazione annuale a riprova della sua, seppure minima, onerosità. Coloro che invece ne sostengono l'esclusione, lo fanno nel presupposto che, essendo il TFR riferito ai dipendenti, esso costituirebbe una passività operativa. Non vi è sul punto una unanimità di vedute, per cui il tema è sovente risolto a livello negoziale. Prudenzialmente lo Scrivente ha incluso il TFR nella somma algebrica.

Nel dettaglio la posizione finanziaria netta risulta come segue:

PFN	
140.971,78 €	disponib liquide+
- €	cred finanz. +
- €	debiti v/banche e v/altri finanziatori-
90.986,00 €	fondo tfr-
49.985,78 €	PFN

Dal calcolo effettuato emerge una *PFN positiva*, data la presenza consistente di liquidità rispetto alle voci di passivo considerate.

Sommando all'Enterprise Value la posizione finanziaria netta positiva calcolata alla data di composizione della presente perizia di euro **49.985,78**, si giunge ad un valore complessivo di euro **103.062,35**.

Infine, si dovrebbe procedere ad aggiungere il c.d. *surplus asset*, vale a dire la stima a valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi. La problematica dei surplus assets si presenta nel caso in cui un'azienda detenga immobilizzazioni che non producono flussi di cassa operativi. In questi casi la valorizzazione di tali asset può trovare migliore espressione nel valore ed essere inclusa in una voce specifica.

Nel caso in esame, però, **non risultano surplus assets da aggiungere**, in quanto le immobilizzazioni detenute sono contenute e strumentali alla produzione di flussi di cassa operativi e, quindi, strettamente connesse alla gestione caratteristica.

In conclusione, **il valore economico del capitale della azienda corrispondente alla società FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE risultante dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow asset side in perpetuity* risulta di euro 103.062,35**, come da tabella di seguito riportata.

DISCOUNTED CASH FLOW Asset side in perpetuity	
FCFO Medio	2.966,98 €
Wacc	5,59%
ENTERPRISE VALUE	53.076,57 €
PFN	- 49.985,78 €
Surplus Assets	
Valore economico del capitale Metodo DCF Asset side (rendita perpetua)	103.062,35 €

6. CONCLUSIONI

Con riferimento ai criteri metodologici illustrati in precedenza, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico di FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE, qui coincidente con il valore dell'azienda operativa.

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando due metodi. Il metodo principale adottato è stato quello patrimoniale semplice, come metodo di controllo si è fatto ricorso al metodo finanziario del DCF asset side.

Di seguito vengono riproposti i risultati dei due metodi utilizzati:

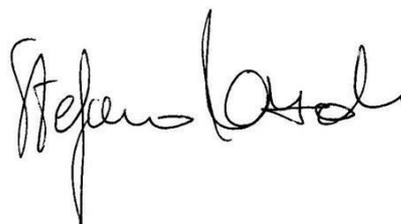
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	85.562,00 €
Valore economico del capitale Metodo DCF Asset side (rendita perpetua)	103.062,35 €

Conclusivamente, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, **lo Scrittore incaricato stima che il valore economico della azienda FLORENCE MULTIMEDIA SRL UNIPERSONALE sia da considerare pari euro 94.312,17, ossia alla media dei valori del capitale economico determinati con i due metodi sopra menzionati:**

Media	94.312,17 €
--------------	--------------------

Con quanto detto si ritiene di avere concluso l'incarico e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 26.03.2021



Prof. Stefano Pozzoli