



TISCINI PARTNERS

**Stima del valore economico del 51% del capitale
sociale della Sferanet S.r.l.**



SFERANET
innovation partner

14 ottobre 2022

PROF. RICCARDO TISCINI

ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

Indice

1. PREMESSA E FINALITÀ DELLA STIMA	3
2. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI	5
3. IPOTESI, LIMITI E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	6
4. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE	8
4.1. LA SFERANET S.R.L.	8
4.2. ANALISI DELL'ANDAMENTO ECONOMICO E PATRIMONIALE DEL PERIODO 2019-2021	8
5. IL CONTESTO VALUTATIVO	11
6. VALUTAZIONE D'AZIENDA: LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE CORRENTEMENTE UTILIZZATE NELLA PRASSI PROFESSIONALE	13
6.1. I METODI PATRIMONIALI	13
6.2. I METODI REDDITUALI	14
6.3. I METODI FINANZIARI	14
6.4. I METODI DI MERCATO	15
6.5. I METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI	16
7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	17
8. LA VALUTAZIONE DEL 51% DEL CAPITALE SOCIALE DELLA SFERANET IN BASE AL METODO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA ATTESI ("DISCOUNTED CASH FLOW MODEL")	21
8.1. IL BUSINESS PLAN 2022 – 2024	21
8.2. I FLUSSI DI CASSA ATTESI	25
8.3. IL FLUSSO DI CASSA STAZIONARIO (STEADY STATE)	28
8.4. LA STIMA DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	29
8.5. LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DELLA SFERANET	36
8.6. LA STIMA DEI SURPLUS ASSET E DELLA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA DELLA SFERANET	37
8.7. LA STIMA DELL'EQUITY VALUE DELLA SFERANET	38
8.8. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL 51% DELLA SFERANET	38
9. LA VALUTAZIONE DEL 51% DEL CAPITALE SOCIALE DELLA SFERANET SULLA BASE DEL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO	40
10. AGGIORNAMENTO DELLA VALUTAZIONE AL 30.04.22	43
11. CONCLUSIONI	46

1. Premessa e finalità della stima

Il Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Universitas Mercatorum di Roma e Professore a contratto di Financial Reporting e Performance Measurement presso l'università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, con studio in Roma, Via Giovanni Paisiello 24, ha ricevuto l'incarico di redigere la presente relazione di stima del valore economico al 30.04.2022 del 51% del capitale sociale della Sferanet S.r.l. (di seguito anche "Società" o "Sferanet").

Per valore economico del capitale s'intende quel valore generale che può essere negoziato tra un compratore e un venditore in assoluta libertà di agire e in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il "valore economico del capitale" corrisponde alla configurazione di valore c.d. del "valore intrinseco", secondo quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione). Il "valore economico del capitale", o "valore intrinseco", esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi (PIV, I.6.8). Il "valore intrinseco" dipende dalle specifiche condizioni dell'azienda e dell'ambiente in cui opera, ma non dalle variabili di mercato non giustificabili da variabili fondamentali dell'azienda. Tali variabili di mercato si riflettono invece nel "valore di mercato", che è il prezzo al quale verosimilmente l'azienda o la partecipazione potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV, I.6.3).

Tutte le predette configurazioni di valore rappresentano un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa e della sua evoluzione prospettica.

La data di riferimento della valutazione è il 30 aprile 2022.

2. Informazioni e documenti utilizzati

Al fine della redazione della presente perizia, la Società ha provveduto a fornire i seguenti documenti:

- Fascicoli di bilancio relativi agli esercizi 2016 – 2020;
- Bilancio di verifica dell'esercizio 2021;
- Situazione contabile al 30.04.22;
- Situazione contabile al 31.03.22;
- Presentazione della Società;
- Portafoglio ordini 2021 e 2022;
- Suddivisione ricavi per area di business;
- Suddivisione costi del personale;
- Business Plan 2022-2024;
- Scadenziario clienti;
- Scadenziario fornitori;
- Statuto.

Ai fini della valutazione, tali informazioni sono state integrate dallo scrivente con informazioni e statistiche relative all'andamento del mercato d'interesse della società oggetto di valutazione.

3. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico

Le conclusioni del lavoro svolto devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società o sono state tratte da fonti pubbliche;
- lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sopra specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate;
- la determinazione del valore economico della società viene effettuata con riferimento alla data del 31 marzo 2022;

- lo scrivente non ha provveduto ad effettuare verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento della Società;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- l'incarico è stato svolto tenendo in considerazione anche le indicazioni fornite dai Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione);

4. La società oggetto di valutazione

4.1. La Sferanet S.r.l.

La Sferanet opera nel settore tecnologico del commercio di hardware, software nonché dell'assistenza e sviluppo di tecnologie informatiche.

L'attività viene svolta nelle sedi di Roma, Lissone, Palermo e Cagliari. Non esistono società controllate direttamente o indirettamente dalla Sferanet S.r.l..

La Società possiede la certificazione UNI EN ISO 9001:2015, standard internazionale riferito al sistema di qualità aziendale per la fornitura di soluzioni hardware e software, e la certificazione ISO 27001:2013, standard internazionale riferito all'erogazione dei servizi in ambito IT. Infine, la Società possiede la certificazione EcoVadis (sustainability rating & performance monitoring).

La Società ha oltre 450 clienti, oltre 25 partner tecnologici di primario standing, e oltre a circa 110 dipendenti.

La Società nel corso degli anni ha acquisito alti livelli di specializzazione ed elevati standard di qualità nell'ambito dei servizi offerti, che possono essere raggruppati nelle seguenti macro-aree:

- infrastructure
- cybersecurity
- big data & artificial intelligence
- GIS & IoT
- software

Negli anni la Società ha prestato i propri servizi a società di elevato *standing* come Enel, TIM, Terna, Consip, ecc..

La Società ha inoltre stretto partnership con primari operatori del settore IT (IBM, Dell, SAS, Lenovo, ecc.).

4.2. Analisi dell'andamento economico e patrimoniale del periodo 2019-2021

La Società ha chiuso gli ultimi tre esercizi (2019-2021) in utile. A fronte di un andamento dei ricavi tendenzialmente crescente (da euro 34 milioni nel 2019 a euro 45 milioni nel 2021), si registra un incremento dei costi della produzione, dovuto principalmente all'espansione del business.

Nel periodo considerato, il risultato economico è passato da un utile lordo di circa euro 200 mila nel 2019 ad un utile lordo di circa euro 900 mila nel 2021.

La tabella sottostante riporta il conto economico del triennio 2019-2021.

Bilancio non consolidato	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	45.463.639	31.070.501	34.471.907
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	44.810.106	29.057.410	33.577.019
A.2. Var. rimanenze prodotti	435.964	1.352.390	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	0	1.352.390	0
A.5. Altri ricavi	217.570	660.701	894.888
Contributi in conto esercizio	0	385.509	705.581
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	44.355.041	30.619.526	33.812.701
B.6. Materie prime e consumo	36.640.910	24.324.845	24.939.399
B.7. Servizi	2.920.915	2.040.215	1.675.624
B.8. Godimento beni di terzi	319.197	171.368	287.413
B.9. Totale costi del personale	3.654.874	3.361.747	3.394.464
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	313.534	390.532	329.586
B.11. Variazione materie	0	0	3.015.095
B.12. Accantonamenti per rischi	400.000	100.000	0
B.14. Oneri diversi di gestione	105.611	230.819	171.120
RISULTATO OPERATIVO	1.108.598	450.975	659.206
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-220.192	-174.340	-465.928
D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.	0	0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	888.406	276.635	193.278

Per quanto concerne l'andamento patrimoniale, si segnala un andamento costante delle immobilizzazioni, costituite prevalentemente da immobilizzazioni immateriali relative ad avviamenti e costi di sviluppo capitalizzati.

L'attivo circolante è costituito prevalentemente da crediti verso clienti. L'incremento dei crediti è dovuto all'espansione del volume di affari. Le disponibilità liquide registrano un aumento dovuto ai migliori risultati economici e finanziari raggiunti dalla Società negli ultimi anni.

Nei fondi per rischi e oneri sono iscritti gli accantonamenti appostati per contenziosi in corso. L'incremento del 2021 è dovuto all'appostazione di ulteriori fondi per cause in materia di lavoro dipendente.

I debiti sono costituiti prevalentemente da debiti verso fornitori e da debiti verso banche.

La società è caratterizzata da un'adeguata capitalizzazione, con un patrimonio netto al 31.12.21 pari a euro 1,5 milioni.

Di seguito vengono riportati i prospetti di stato patrimoniale dell'ultimo triennio.

Bilancio non consolidato	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR
Attivo			
A. CREDITI VERSO SOCI	0	0	0
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.	1.559.995	1.319.921	1.303.389
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	893.780	1.145.043	1.117.512
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	103.044	110.128	119.718
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	563.170	64.750	66.159
C. ATTIVO CIRCOLANTE	36.308.475	22.944.197	22.128.042
C.I. TOTALE RIMANENZE	435.964	1.389.405	37.015
C.II. TOTALE CREDITI	23.211.392	16.668.275	17.396.933
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	9.198.876	4.886.517	4.694.094
D. RATEI E RISCOINTI	3.462.243	2.288.196	5.287.083
TOTALE ATTIVO	37.868.469	26.552.314	28.718.514
Passivo			
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	1.472.169	1.472.171	1.516.359
B. TOTALE FONDI RISCHI	732.452	339.886	0
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	422.377	466.177	375.832
D. TOTALE DEBITI	34.203.313	24.223.985	25.070.558
D.3. Soci per Finanziamenti entro	0	8.700	8.700
D.4. Banche entro l'esercizio		1.473.930	3.383.158
D.4. Banche oltre l'esercizio	6.595.953	3.878.894	1.909.156
D.5. Altri finanziatori entro	0	25.924	0
D.6. Acconti entro	0	555.756	897.007
D.7. Fornitori entro	26.386.958	17.557.016	18.261.035
D.12. Debiti Tributarî entro	300.371	179.637	101.504
D.13. Istituti previdenza entro	232.054	168.184	166.775
D.14. Altri Debiti entro	687.977	375.944	343.223
E. RATEI E RISCOINTI	149.753	50.095	1.755.765
TOTALE PASSIVO	36.980.063	26.552.314	28.718.514

5. Il contesto valutativo

La stima del valore della Società è funzionale al possibile conferimento delle partecipazioni in una società.

In tale ipotesi, la determinazione del valore comporta la stima del “valore economico” della società oggetto di stima, secondo i criteri accettati dalla prassi professionale ed applicati in modo coerente.

Secondo il pensiero unanime della dottrina aziendalistica e della migliore prassi professionale, il valore economico non deve riflettere valutazioni di natura soggettiva, né apprezzamenti dipendenti dalla forza contrattuale delle parti.

Tali variabili, che influenzano nella pratica i processi di negoziazione e di determinazione dei prezzi, non devono invece influire sulla valutazione del “valore economico”, caratterizzata dalla generalità, dalla neutralità e dall’astrattezza dell’ottica di valutazione.

Il valore economico, quindi, è stimato quale valore generale dell’impresa o degli *asset* oggetto di conferimento, corrispondente al prezzo che potrebbe formarsi in una transazione tra parti indipendenti, in normali condizioni di mercato, tenuto conto delle sole ipotesi, limitazioni e specificità operative dell’azienda che esplicherebbero i loro effetti nei confronti della generalità dei potenziali soggetti economici.

Nelle stime del valore economico in occasione di conferimento richieste dalla normativa civilistica con finalità di garanzia societaria, la configurazione di valore è identificabile con il minore tra il valore normale di mercato e il valore intrinseco dell’azienda, come anche previsto dal par. IV.5.2. dei Principi Italiani di Valutazione dell’OIV.

I P.I.V. definiscono:

- il valore di mercato¹ come “il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo

¹ PIV I.6.3

informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”;

- il valore intrinseco come quella configurazione che “esprime l’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi” (P.I.V. I.6.8).

Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco poiché (il primo) è un valore teorico di scambio che assume la prospettiva del partecipante al mercato e del massimo e miglior uso (*highest and best use*).

Invece, il valore intrinseco assume la prospettiva generale di un soggetto che detiene l’attività e dei benefici da esso ritraibili.

In normali condizioni di mercato e in condizioni di efficienza informativa, valore intrinseco e valore di mercato tendono ad approssimarsi.

Nel seguito della presente relazione, verranno brevemente presentati i metodi di valutazione delle aziende e delle partecipazioni societarie correntemente accettati dalla dottrina e dalla migliore prassi professionale.

6. Valutazione d'azienda: le metodologie di valutazione correntemente utilizzate nella prassi professionale

Si premette una breve rassegna dei metodi di valutazione delle aziende generalmente accettati dalla prassi professionale.

6.1. I metodi patrimoniali

Le stime di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili (patrimonio netto rettificato).

Tali valori correnti sono costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Le condizioni di produzione da cui dipende il successo aziendale si identificano tuttavia anche con una serie di beni immateriali legati al marketing o alla tecnologia (quali brevetti, *know how*, marchi etc.), che in caso di generazione interna non sono iscritti in bilancio o lo sono in misura pari ai soli costi sostenuti (che non sono espressivi del valore economico dei beni stessi). Poiché si tratta di beni giuridicamente trasferibili ed aventi un valore specifico per la loro capacità reddituale, la dottrina e la prassi professionale più evolute propendono per l'inclusione di tali beni nelle stime patrimoniali, così da tenere conto, anche se in via indiretta, delle prospettive economiche dell'azienda.

A seconda che questi fattori siano o meno considerati nelle stime, si distinguono pertanto:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono nell'attivo solo i beni materiali ed i beni immateriali iscritti in bilancio;

– i metodi patrimoniali complessi, che includono l'apprezzamento dei beni immateriali non iscritti in bilancio.

6.2. *I metodi reddituali*

I metodi reddituali fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, insieme ai metodi finanziari. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda (come quello di un bene in generale) sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I metodi reddituali, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio. È tuttavia possibile applicare tale metodo attualizzando al costo medio ponderato del capitale i redditi operativi al netto delle imposte. Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende industriali, commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

6.3. *I metodi finanziari*

Anche i metodi finanziari fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, come i metodi reddituali.

I metodi finanziari, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa disponibili l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per gli azionisti, ovvero al costo medio ponderato del capitale, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito. Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui esiste una forte discrepanza tra redditi e flussi di cassa (ad esempio perché l'azienda sostiene forti investimenti nello sviluppo dimensionale e tecnologico o vive una forte fase di espansione dei fatturati e del capitale circolante).

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

6.4. I metodi di mercato

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato.

I metodi di mercato sono così classificabili:

- metodi di borsa;
- metodi delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

I metodi di borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore derivato da quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Tali metodi possono essere utilizzati per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate (metodo delle società comparabili).

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore desunto dai prezzi fatti in transazioni recenti fuori dai mercati regolamentati, aventi per oggetto aziende similari.

I metodi empirici si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche, quali il fatturato, il reddito, il numero di unità produttive, etc..).

6.5. *I metodi misti patrimoniali-reddituali*

Quando le stime di tipo reddituale e di tipo patrimoniale conducono a risultati sensibilmente diversi, può rendersi necessaria, soprattutto nelle stime di conferimento, una lettura unitaria dei due fondamentali profili di apprezzamento del valore.

I metodi di valutazione misti si propongono, appunto, di ottenere un risultato che tenga conto di entrambe le dimensioni del problema di stima.

I metodi misti patrimoniali-reddituali si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore (costo di sostituzione) dei suoi elementi patrimoniali, sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali metodi determinano il valore di un'azienda come somma algebrica di due componenti:

- il valore patrimoniale, ottenuto dalla valutazione analitica di tutte le attività e di tutte le passività;
- l'avviamento, ottenuto come somma algebrica dei valori attuali delle differenze tra i redditi attesi ed il livello di reddito ritenuto equo (cioè al livello di reddito che garantisce una remunerazione soddisfacente all'investimento effettuato nell'azienda); tale differenza è chiamata sovrareddito, se positiva, o sottoreddito, se negativa.

Il presupposto del metodo è che un'azienda abbia un valore pari al capitale in essa investito, se produce redditi pari a quelli "equi" per l'investitore; abbia invece un valore superiore (o inferiore) se i redditi prodotti sono superiori (o inferiori) a quelli "equi".

Il valore patrimoniale è pertanto corretto con un elemento espressivo della maggiore o minore capacità di reddito dell'azienda rispetto alle attese medie degli investitori per impieghi di rischio analogo.

7. La scelta del metodo di valutazione

Il valore economico è stimato quale valore generale dell'azienda, intesa come entità autonoma che opera in normali condizioni di mercato, tenuto conto delle sole ipotesi, limitazioni e specificità operative che esplicherebbero i loro effetti nei confronti delle generalità dei potenziali soggetti economici.

La valutazione del “capitale economico” di un'azienda si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare reddito. In presenza di aziende in funzionamento, tuttavia, la prima può considerarsi come elemento informativo complementare della seconda, che è la vera determinante del valore di un'azienda.

Ad avviso di chi scrive, non tutti i metodi discussi nel paragrafo precedente sono applicabili in maniera efficace alle fattispecie in analisi.

Nell'ambito dei metodi di attualizzazione dei flussi di risultati attesi, il metodo finanziario è considerato, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più “razionale”, poiché in grado di catturare sia la generazione di reddito che il profilo temporale della sua conversione in liquidità.

Si ritiene quindi che la valutazione tramite attualizzazione dei flussi finanziari esprima il congruo valore di trasferimento del patrimonio sociale oggetto di stima (che, nella situazione specifica, approssima anche il valore intrinseco), poiché esprime le remunerazioni generabili a favore degli investitori, sulla base delle quali si basa il processo decisionale e di *pricing* di questi ultimi.

In situazioni strutturalmente non stabilizzate, con rilevanti differenze tra redditi distribuibili e flussi monetari determinate dalla contrazione o espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, i PIV suggeriscono di fare ricorso ai metodi finanziari, per tenere meglio conto di tali dinamiche.

Al paragrafo III.1.32, i PIV affermano anche che le stime di tipo reddituale sono preferibilmente utilizzabili nelle situazioni aziendali stabilizzate. Il principio dispone che *“nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari”*.

Nel caso in cui l'azienda si trova in fase di crescita, sostiene probabilmente rilevanti investimenti e subisce una progressiva espansione del capitale circolante netto. In tale circostanza, è naturale che gli utili operativi contabili divergano sensibilmente dai *cash flow* operativi. Lo stesso ragionamento può essere effettuato anche nelle opposte fasi di rallentamento della crescita e di riduzione dimensionali.

Nel caso specifico l'evoluzione gestionale disegnata dal Business Plan di Sferanet esprime un importante percorso di crescita attesa e non può ritenersi stabilizzata nell'orizzonte di previsione del piano.

Per questi motivi, lo scrivente ritiene opportuno applicare il metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF), il quale assegna un valore all'azienda in funzione dei flussi di cassa che è ragionevole attendersi si producano negli anni a venire, secondo la formula valutativa richiamata nei paragrafi precedenti.

In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Il metodo DCF è pertanto in grado di cogliere gli effetti di situazioni con significativa discrepanza tra redditi e flussi di cassa. Tale differenza si manifesta quando l'azienda vive una fase di espansione del capitale circolante e dei fatturati o si trova a sostenere forti investimenti nello sviluppo dimensionale.

Come già esplicitato nel paragrafo precedente, la formula generale del DCF è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

V = valore economico della Società;

CF_t = flusso di cassa operativo (*operating cash flow*) atteso per l'anno t-esimo;

i = tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*- WACC);

V_f = Terminal Value (valore finale), al tempo n, stimato sulla base del flusso finanziario stabilizzato;

n = orizzonte temporale di pianificazione analitica.

Il metodo potrebbe essere inaffidabile nel caso di orizzonti temporali di previsione troppo limitati in quanto i flussi di cassa nel breve periodo potrebbero rappresentare distorte previsioni della capacità dell'impresa di generare *cash flow* di lungo periodo.

Tale effetto è però corretto dalla stima del *Terminal Value*, ossia del valore dell'impresa al termine dell'orizzonte di previsione analitica. Nella stima del *Terminal Value* è essenziale la distinzione tra componenti transitorie e permanenti dei flussi di cassa.

Tra i vantaggi dell'applicazione del metodo del DCF viene talvolta indicata la maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione fondati sul reddito, in quanto il DCF si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione e neutralizza l'effetto delle voci di costo e ricavo non aventi natura monetaria (detti anche *accruals*) la cui determinazione è, in certa misura, esposta a valutazioni convenzionali e soggettive del management. In realtà, i metodi finanziari introducono elementi di soggettività nelle previsioni ancor maggiori di quelli reddituali, ma consentono di catturare in modo più attendibile la dinamica di generazione delle remunerazioni per l'investitore.

La determinazione del *Terminal Value* richiede un considerevole sforzo di normalizzazione dei risultati per esprimere un flusso proiettabile indefinitamente oltre l'orizzonte di previsione esplicita. Tale flusso è stimato nell'ambito di una situazione stazionaria (*steady state*), in cui si verifica la sostanziale convergenza dei flussi di cassa con i flussi di reddito medio-normali.

L'applicazione di tale metodo, come del resto anche degli altri metodi fondati sull'attualizzazione dei risultati e dei metodi misti patrimoniali-reddituali, può avvenire con due distinte modalità:

- la stima diretta del valore economico del patrimonio netto (variante “*levered*” o “*equity side*”);
- la stima indiretta del valore economico del patrimonio netto, che prevede dapprima la stima del valore economico dell'attivo netto d'impresa e la successiva somma algebrica della Posizione Finanzia Netta (variante “*unlevered*” o “*asset side*”).

Il metodo finanziario è applicato con più frequenza nella configurazione *asset side*. Ciò significa che per il tramite dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi (o unlevered) si giunge all'*enterprise value* e successivamente si perviene al valore dell'*equity* detraendo la posizione finanziaria netta corrente dell'impresa.

L'approccio *asset side* è generalmente preferito nella prassi poiché separa i procedimenti valutativi dell'investimento operativo nel business e delle scelte di finanziamento, tenuto conto che sono oggetto di decisioni distinte e che la seconda può essere facilmente modificabile in presenza delle necessarie risorse finanziarie.

8. La valutazione del 51% del capitale sociale della Sferanet in base al metodo di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (“Discounted Cash Flow Model”)

La valutazione di Sferanet con il *Discounted Cash Flow Model* (DCF) è compiuta attualizzando i flussi finanziari attesi, sulla base delle prospettive di risultato formulate dalla stessa società, secondo la formula valutativa richiamata nel paragrafo 7.

Nello specifico, lo scrivente ha ritenuto opportuno considerare quale base per la formulazione delle prospettive aziendali i dati del Business Plan 2022-2024 (di seguito anche “Business Plan”) elaborato dal management.

Per la valutazione dell’azienda sulla base dei risultati prospettici, la prassi professionale, la letteratura² e i principi contabili internazionali³ individuano, in termini generali, in 3-5 anni l’orizzonte di riferimento suggerito per l’attualizzazione dei flussi finanziari. Nel caso in analisi, tale orizzonte temporale è idoneo a ben rappresentare le prospettive di continuità dell’impresa, evitando al contempo previsioni molto lontane nel tempo, che potrebbero risultare di scarsa attendibilità. L’applicazione del metodo del DCF comporta inoltre la stima del costo medio ponderato del capitale, al fine del riporto a valore attuale dei flussi finanziari stimati.

8.1. Il Business Plan 2022 – 2024

Come anticipato, il Business Plan copre il periodo prospettico 2022 – 2024.

Di seguito si riporta la previsione del Conto Economico per l’arco di piano 2022 -2024.

² L. Guatri e M. Bini. (2009). *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea.

³ IAS 36, par 33-b.

Descrizione	Anno 2022	Anno 2023	Anno 2024
CONTO ECONOMICO			
RICAVI	40.360.000	45.000.000	52.000.000
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	40.000.000	45.000.000	52.000.000
Altri ricavi e proventi di gestione	360.000	-	-
VALORE DELLA PRODUZIONE	40.360.000	45.000.000	52.000.000
COSTI DI PRODUZIONE	34.038.000	38.212.000	43.329.000
Costi netti per l'acquisto di materie prime, semilavorati, prodotti finiti	31.427.000	35.292.000	40.345.000
Costi per servizi	2.139.000	2.282.000	2.330.000
Costo per godimento beni di terzi	190.000	214.000	230.000
Altri costi di gestione	282.000	424.000	424.000
VALORE AGGIUNTO	6.322.000	6.788.000	8.671.000
COSTO DEL PERSONALE	3.922.000	3.988.000	5.100.000
Costo del personale	3.922.000	3.988.000	5.100.000
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	2.400.000	2.800.000	3.571.000
COSTI OPERATIVI	304.364	296.535	231.922
Ammortamenti	244.364	236.535	171.922
Accantonamento fondo rischi	60.000	60.000	60.000
REDDITO OPERATIVO (EBIT)	2.095.636	2.503.465	3.339.078
GESTIONE FINANZIARIA/ACCESSORIA	215.000	227.000	248.000
Risultato gestione Finanziaria	215.000	227.000	248.000
RISULTATO ECONOMICO GESTIONE ORDINARIA	1.880.636	2.276.465	3.091.078
RISULTATO ECONOMICO AL LORDO DELLE IMPOSTE	1.880.636	2.276.465	3.091.078
IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO	384.000	431.000	499.000
Imposte sul reddito dell'esercizio	384.000	431.000	499.000
RISULTATO ECONOMICO AL NETTO DELLE IMPOSTE	1.496.636	1.845.465	2.592.078

La società prevede una crescita dei ricavi annuale (*Compound annual growth rate* – CAGR) pari a circa il 14%, dovuta principalmente alla forte crescita di alcune business lines.

Nello specifico, il management di Sferanet stima una crescita moderata del business infrastrutturale, considerata la saturazione del mercato, e una forte crescita delle business lines Cybersecurity, Bug Data e Artificial Intelligence, per i quali la crescita prevista dello *spending* dei clienti nei prossimi anni è notevole⁴. Nell'ambito di tale crescita di mercato, la penetrazione di Sferanet è facilitata dai rapporti intrattenuti da anni con i principali fornitori tecnologici. Inoltre, Sferanet intrattiene un rapporto con Cloudera (società software statunitense tra i leader di mercato), di cui è una dei principali *business partner* a livello europeo, che la pone in una situazione di vantaggio competitivo su cui far leva per aumentare la presenza sul mercato. Il Business Plan prevede inoltre lo sviluppo di relazioni strategiche con i Global System Integrator (IBM, Accenture, ecc.) che collaborano con Cloudera su grandi progetti Big Data.

⁴ CAGR business della Cybersecurity previsto periodo 2021-2026 pari al 9,7% (Statista).

Lo scenario dei vendor Cybersecurity è caratterizzato da un'alta frammentazione dei players. Sferanet intrattiene rapporti con i principali operatori con i quali razionalizzerà le relazioni per garantire maggiore focalizzazione e sviluppo delle skills.

A supporto di tale sviluppo, è previsto l'incremento dell'organico con personale specializzato.

Di seguito si riporta la suddivisione dei ricavi previsti per singola *business line*.

RICAVI			
Business unit	2022	2023	2024
Infrastructure	28.200	29.900	30.600
Cybersecurity	5.200	6.500	8.400
Big Data & AI	2.200	3.100	4.200
GID & IoT	480	700	1.200
Software	3.920	4.800	7.600
TOTALE	40.000	45.000	52.000

La crescita attesa dei costi operativi (Operating Expense – OPEX) è leggermente inferiore a quella dei ricavi (CAGR del 13%).

Di seguito si riporta la suddivisione del margine operativo lordo per business line, con la relativa incidenza sui ricavi.

MARGINE OPERATIVO LORDO			
Business unit	2022	2023	2024
Infrastructure	1.976	2.212	2.263
Cybersecurity	1.157	1.446	1.869
Big Data & AI	503	709	961
GID & IoT	117	171	293
Software	1.119	1.370	2.169
TOTALE	4.872	5.908	7.555

INCIDENZA % MARGINE OPERATIVO LORDO / RICAVI			
Business unit	2022	2023	2024
Infrastructure	7%	7%	7%
Cybersecurity	22%	22%	22%
Big Data & AI	23%	23%	23%
GID & IoT	24%	24%	24%
Software	29%	29%	29%

Dalla suddivisione del margine operativo lordo per business line si evince la maggiore marginalità delle business lines diverse dalle infrastrutture. L'aumento del peso

di tali business line sul fatturato comporta un significativo aumento della marginalità operativa media (ROS) rispetto al dato storico.

	2021	2022	2023	2024
ROS	2,5%	5,2%	5,6%	6,4%

Di seguito si riporta la previsione dello Stato Patrimoniale per il periodo di Piano.

I risultati prospettici presentati nel piano patrimoniale sono l'effetto delle previsioni economiche riepilogate in precedenza.

Descrizione	Anno 2022	Anno 2023	Anno 2024
STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO	20.253.269	23.482.593	29.086.966
Immobilizzazioni Immateriali	682.981	472.331	317.016
Immobilizzazioni Materiali	69.479	43.593	26.986
Immobilizzazioni Finanziarie	591.170	591.170	591.170
Crediti commerciali	12.187.519	13.712.519	15.847.519
Disponibilità liquide	6.640.441	8.581.300	12.222.596
Altri crediti	81.678	81.678	81.678
PASSIVO	18.756.634	21.637.128	26.494.889
Patrimonio Netto	1.989.574	3.546.209	5.451.675
F.di per rischi ed oneri	792.452	852.452	912.452
F.do trattamento di Fine rapporto	755.710	1.051.118	1.428.895
Altri debiti	10.662.323	13.184.518	16.691.173
Debiti verso Banche	4.556.575	3.002.831	2.010.694

Tra le componenti patrimoniali di minore rilevanza in termini numerici vi sono le immobilizzazioni materiali e immateriali, decrescenti in arco di piano per effetto degli ammortamenti.

Il capitale circolante netto (CCN) rappresenta la componente principale dell'investimento operativo, ed è influenzato dall'aumento del volume di affari. Il piano patrimoniale prevede tuttavia un'ottimizzazione dei tempi medi di rotazione degli aggregati, che determina una graduale riduzione del fabbisogno di circolante. Inoltre, il piano prevede un riassorbimento dei risconti attivi e passivi.

Le assunzioni del piano si basano sui seguenti tempi medi di pagamento dei debiti e di incasso dei crediti⁵:

	2022	2023	2024
Tempi medi di incasso crediti (giorni)	147	111	111
Tempi medi di pagamento debiti (giorni)	152	126	141

I fondi subiscono un incremento per effetto dei maggiori accantonamenti e dei fondi TFR accantonati annualmente.

I debiti verso banche subiscono un decremento per effetto del graduale rimborso dei finanziamenti in essere.

Il patrimonio netto dipende dall'andamento economico prospettico previsto nel periodo 2022-2024.

8.2. *I flussi di cassa attesi*

I flussi di cassa attesi devono essere stimati impiegando una base informativa la più ampia possibile, che generalmente include sia i risultati storici del recente passato, che i risultati prospettici derivanti da piani aziendali (redatti dal management, ed eventualmente integrati o rettificati dall'esperto).

Per tale ragione si è ritenuto opportuno, ai fini della determinazione del valore economico della partecipazione, l'utilizzo dei valori patrimoniali al 31.03.2022, di seguito riportati, e dei flussi prospettici come determinati dalla Società nel Business Plan 2022-2024 descritto nel sotto-paragrafo precedente.

⁵ Il Piano assume un azzeramento delle rimanenze e dei risconti attivi.

Bilancio non consolidato	31/03/2022
	EUR
Attivo	
A. CREDITI VERSO SOCI	
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.	1.605.033
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	854.877
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	104.273
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	645.883
C. ATTIVO CIRCOLANTE	34.241.376
C.I. TOTALE RIMANENZE	1.680.506
C.II. TOTALE CREDITI	16.783.564
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	7.005.282
D. RATEI E RISCONTI	8.772.024
TOTALE ATTIVO	35.846.410
Passivo	
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	2.140.689
B. TOTALE FONDI RISCHI	715.234
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	425.242
D. TOTALE DEBITI	32.395.558
D.3. Soci per Finanziamenti entro	0
D.4. Banche entro l'esercizio	
D.4. Banche oltre l'esercizio	5.463.267
D.5. Altri finanziatori entro	0
D.6. Acconti entro	0
D.7. Fornitori entro	25.690.790
D.12. Debiti Tributarî entro	389.348
D.13. Istituti previdenza entro	188.768
D.14. Altri Debiti entro	663.385
E. RATEI E RISCONTI	169.686
TOTALE PASSIVO	35.846.410

Ai fini della previsione dei flussi di cassa, è necessario assumere come variabile di partenza l'Ebit e inoltre tenere conto: (i) delle imposte, (ii) delle variazioni del capitale circolante netto, (iii) delle variazioni dei fondi rischi e oneri e (iv) degli investimenti.

In merito a tali variabili, lo scrivente ha effettuato le proprie assunzioni in base ai valori della situazione contabile al 31.03.2022, alle previsioni esplicite del Business Plan e anche tramite informazioni acquisite dal management. Ne deriva la seguente previsione dei flussi di cassa, illustrata in dettaglio nel prosieguo (importi in euro migliaia)⁶.

⁶ L'anno 2022 si riferisce a 9 mesi, essendo la valutazione al 31.03.22.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margine Operativo Lordo	265	512	1.710	1.530	2.800	3.571
Altri ricavi (+)	895	661	218	270	-	-
Ammortamenti (-)	330	391	314	183	237	172
Accantonamenti (-)	-	100	400	45	60	60
Oneri diversi di gestione (-)	171	231	106	-	-	-
EBIT	659	551	1.509	1.572	2.503	3.339
Imposte (-)	64	102	350	406	656	891
NOPAT	595	449	1.159	1.165	1.847	2.448
Ammortamenti (Incr.)/Decr. CCN	330	391	314	183	237	172
Incr./Decr.) Fondi (Investimenti)/Disinvestimenti				- 1.473	997	1.372
				408	355	438
				- 261	348	348
FCFO				23	3.089	4.082

Il *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) è stato determinato tenendo conto sia dell'Imposta sul Reddito delle Società (IRES, pari al 24%) che dell'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP, pari al 4,82%).

La stima dell'andamento atteso del Capitale Circolante Netto (Net Working Capital), indicato di seguito, è stata effettuata utilizzando la situazione patrimoniale al 31.03.2022 e quella prospettica contenuta nel Business Plan (importi in euro migliaia).

	31.03.22	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Rimanenze	1.681	-	-	-
Cred. verso cl.	14.322	12.188	13.713	15.848
Deb. verso forn.	-	-	-	-
Ratei e risc. att.	8.772	-	-	-
Ratei e risc. pas.	170	-	-	-
Altri crediti	2.462	82	82	82
Altri debiti	26.932	10.662	13.185	16.691
CCN	134	1.607	610	- 762

La variazione del fondo Rischi & Oneri e del fondo TFR è stimata in base alla situazione contabile al 31.03.2022 e ai dati patrimoniali presenti nel Business Plan (importi in euro migliaia).

Fondi rischi e oneri	715	792	852	912
Fondi TFR	425	756	1.051	1.429
Fondi	1.140	1.548	1.904	2.341

Infine, per la stima del FCFO, sono stati considerati investimenti nel periodo di piano pari alla media del triennio 2019-2021, calcolati come segue (importi in euro migliaia).

	2019	2020	2021
Immobilizzazioni	1.489	1.495	1.560
Ammortamenti	330	391	314
Investimenti	269	396	379
MEDIA		348	

Dalle assunzioni di cui sopra deriva la seguente previsione dei flussi finanziari nell'orizzonte di piano 2022-2024.

	2022	2023	2024
Margine Operativo Lordo	1.530	2.800	3.571
Altri ricavi (+)	270	-	-
Ammortamenti (-)	183	237	172
Accantonamenti (-)	45	60	60
Oneri diversi di gestione (-)	-	-	-
EBIT	1.572	2.503	3.339
Imposte (-)	406	656	891
NOPAT	1.165	1.847	2.448
Ammortamenti	183	237	172
(Incr.)/Decr. CCN	- 1.473	997	1.372
Incr.)/(Decr.) Fondi	408	355	438
(Investimenti)/Disinvestimenti	- 261	- 348	- 348
FCFO	23	3.089	4.082

8.3. Il flusso di cassa stazionario (Steady State)

Il flusso di cassa dello Steady State è quello generabile indefinitamente nel tempo dopo l'orizzonte di previsione analitica e deriva da assunzioni gestionali stabilizzate, tipiche di una situazione stazionaria.

Le componenti del Nopat considerate per la stima del flusso di cassa nello Steady State sono stimate quali media tra (i) la media storica del triennio 2019-2021 e (ii) la

media prospettica del triennio 2022-2024⁷. Le imposte sono stimate sulla base dell’incidenza media delle stesse nel periodo 2019-2024.

Nello Steady State sono assunte variazioni del capitale circolante netto e dei fondi rischi e oneri nulle.

	2022	2023	2024	Steady State
Margine Operativo Lordo	1.530	2.800	3.571	1.816
Altri ricavi (+)	270	-	-	356
Ammortamenti (-)	183	237	172	281
Accantonamenti (-)	45	60	60	113
Oneri diversi di gestione (-)	-	-	-	85
EBIT	1.572	2.503	3.339	1.693
Imposte (-)	406	656	891	416
NOPAT	1.165	1.847	2.448	1.277
Ammortamenti	183	237	172	281
(Incr.)/Decr. CCN	- 1.473	997	1.372	-
Incr.)/(Decr.) Fondi	408	355	438	-
(Investimenti)/Disinvestimenti	- 261	- 348	- 348	- 281
FCFO	23	3.089	4.082	1.277

8.4. La stima del tasso di attualizzazione

L’applicazione del metodo DCF nella variante *assets side* comporta la determinazione del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, o *wacc*), al fine di stimare i flussi attesi attualizzati e il *Terminal Value*.

Il costo medio ponderato del capitale è pari al rendimento medio normale atteso dagli investitori in aziende operanti nello stesso settore ed aventi un profilo di rischio specifica (influenzato dal grado di indebitamento, dal grado di leva operativa, dal posizionamento competitivo, dall’intensità delle minacce ecc.) simile al complesso aziendale oggetto di valutazione.

In altre parole, tale tasso è pari al rendimento medio che il capitale avrebbe in investimenti alternativi a parità di rischio (cosiddetto “tasso opportunità”).

Poiché il procedimento esprime il valore economico sulla base di flussi finanziari di natura operativa e di attivi operativi, al lordo della remunerazione dei finanziamenti

⁷ Il dato 2022 è stato annualizzato ai fini della stima dei flussi di cassa dello Steady State.

esterni, il costo medio ponderato del capitale dovrà essere necessariamente una media ponderata del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di rischio e del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di credito.

In formula si ha:

$$wacc = ke \frac{PN}{CION} + kd \frac{DF}{CION}$$

dove:

- wacc = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);
- ke = tasso equo di redditività del capitale di rischio;
- PN/CION = peso del capitale di rischio sul capitale investito;
- kd = costo medio del capitale di credito (al netto dell'effetto fiscale legato alla deducibilità degli interessi passivi);
- DF/CION = peso dei debiti finanziari sul capitale investito.

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

1. il tasso equo di redditività del capitale di rischio;
2. il costo medio dei debiti finanziari.

Il costo medio ponderato del capitale sarà calcolato *after-tax*, coerentemente con la configurazione di reddito da considerare.

8.4.1 Il tasso equo di redditività

Le metodologie per la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio possono generalmente essere ricondotte ai seguenti metodi:

- 1) metodo della "costruzione per fattori" ("build up approach");
- 2) metodi che utilizzano informazioni di mercato, quali il CAPM (Capital Asset

Pricing Model).

Entrambi i metodi interpretano il tasso equo come pari al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio ("tasso puro", o "r"), maggiorato di un congruo premio al rischio ("s"). Il problema valutativo, come è noto, riguarda soprattutto il premio al rischio, in quanto la componente r è in genere eguagliata al rendimento dei titoli di stato, che è noto.

Il metodo della "costruzione per fattori" consiste nella individuazione analitica dei fattori di rischio dell'azienda e nella stima di una maggiorazione per ciascuno di essi.

Il CAPM prevede invece la maggiorazione del tasso puro tenendo conto di due fattori:

- il premio al rischio di mercato, rappresentativo dell'eccedenza di rendimento che in media il mercato azionario garantisce rispetto a quello dei titoli di stato;
- il correttivo per il rischio sistematico di settore e d'azienda, calcolato in funzione della volatilità, espressa dall'indice β , delle quotazioni delle aziende del settore o della specifica azienda (se quotata), nonché da ulteriori elementi di rischio specifici dell'azienda.

I due procedimenti differiscono soprattutto per le modalità di stima del premio al rischio d'azienda, che in un caso è apprezzato intuitivamente dal perito, nell'altro è tratto dai rendimenti di mercato. Il metodo CAPM, pertanto, si adatta maggiormente alla valutazione di aziende quotate o di aziende che, pur non essendolo, possano essere comparate con aziende quotate dello stesso settore, in quanto aventi una struttura del business molto simile. Essendo presenti società quotate operanti in business comparabili a quello dell'azienda oggetto di valutazione, si ritiene corretto applicare un metodo basato sul CAPM per la stima del costo del capitale di rischio.

Riteniamo pertanto opportuno fondare la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio sul secondo procedimento.

Gli elementi che compongono il tasso equo di redditività, secondo il "modello CAPM" possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;
- premio al rischio di settore, ottenuto tramite il parametro β ;
- premio al rischio d'azienda, in funzione delle sue caratteristiche specifiche.

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:

$$i_{PN} = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + \gamma$$

dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

r_m = rendimento medio del mercato azionario;

β = indice della volatilità, e quindi della rischiosità, di un titolo o di un portafoglio di titoli dello stesso settore;

γ = premio al rischio d'azienda.

Il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio è fatto pari al rendimento dei titoli di Stato italiani aventi durata di 10 anni (BTP) relativi alle ultime 6 emissioni⁸, in linea con l'orizzonte di medio termine. Tale orizzonte temporale è idoneo a ben rappresentare le prospettive indicate nel Piano.

BTP 10 Y	
ott-21	1,05%
dic-21	1,02%
gen-22	1,39%
feb-22	1,81%
mar-22	2,14%
apr-22	2,78%
MEDIA	1,70%

Il rendimento effettivo lordo all'emissione di tali titoli è pari a 1,70%.

Il premio al rischio di mercato è stato stimato da numerosi studi sulla base di osservazioni, su periodi molto lunghi (10-30 anni), dei rendimenti azionari eccedenti il

⁸ Non è stata considerata l'emissione di BTP 10Y con vita residua di 7 anni.

rendimento dei titoli di stato.

Per la realtà italiana tale premio al rischio è stimato in una misura pari al 5,5%⁹.

Il premio al rischio di settore può essere stimato come media dell'indice β delle aziende quotate comparabili del settore di riferimento.

La determinazione del campione ha previsto l'estrazione dalla banca dati Bloomberg delle principali aziende operanti nel business del commercio di hardware e software¹⁰.

Per ognuna delle società comparabili del campione è stato ottenuto il beta *unlevered*¹¹ tramite la banca dati Bloomberg.

Panoram		Fogli comp		Mercati		Previs EPS	
Agg colonn				Campi			
	Nome	Cap mer... (EUR)	Unlvrdr Beta				
	Median	865.42M	0.64				
100	ESPRINET SPA	414.09M	--				
102	TIANJIN HI-TECH DEVELOPMEN-A	364.23M	--				
103	HENAN SPLENDOR SCIENCE&TEC-A	342.94M	--				
104	ZERO ONE TECHNOLOGY CO LTD	202.64M	0.70				
105	DIGITAL CHINA HOLDINGS LTD	757.02M	0.68				
106	EPLUS INC	1.39B	0.96				
107	DICKER DATA LTD	1.45B	0.56				
108	ALSO HOLDING AG-REG	2.46B	0.89				
109	ZHEJIANG DAHUA TECHNOLOGY-A	6.78B	--				
110	DAIWABO HOLDINGS CO LTD	1.24B	0.59				
111	PC CONNECTION INC	1.09B	0.85				
112	ACTION SA	50.35M	0.57				
113	ARENA BILGISAYAR SANAYI TICA	79.12M	0.21				
114	ARROW ELECTRONICS INC	7.47B	0.76				
115	ASBISC ENTERPRISES PLC	154.24M	0.48				
116	AVNET INC	4.26B	0.90				
117	DATATEC LTD	505.20M	0.56				
118	REDINGTON INDIA LTD	1.41B	0.50				
119	SCANSOURCE INC	864.99M	1.33				
120	TD SYNEX CORP	8.70B	0.79				
121	SOURCESENSE SPA	28.22M	0.39				
122	MENSCH UND MASCHINE SOFTWARE	865.86M	0.50				

⁹ Report KPMG, dove il Market Risk Premium incorpora anche le ultime incertezze globali (Covid, guerra in Ucraina, ecc.).

¹⁰ La selezione del campione è stata effettuata dallo scrivente sia considerando società che su Bloomberg avessero lo stesso codice attività di Sferanet, sia ricercando (anche con il supporto della Società) società attive nel medesimo business.

¹¹ Dato che la Società ha disponibilità liquide superiori ai debiti finanziari, si utilizza esclusivamente il beta unlevered.

Può quindi assumersi ai fini della stima un Beta *unlevered* mediano di settore pari a 0,64.

I predetti parametri consentono la stima del *cost of equity* medio delle società quotate del campione in misura pari al 5,22%, come indicato analiticamente nella tabella sottostante.

Cost of equity (K_e)	
Risk-free rate (R _f), 10 anni	1,70%
Market risk premium	5,50%
Beta unlevered	0,64
Beta levered	0,64
Cost of equity (K_e)	5,22%

Inoltre, si è tenuto in considerazione l'effetto della ridotta dimensione dell'impresa nella determinazione del *cost of equity*. In coerenza con diversi studi scientifici¹², e in considerazione del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai *comparables* sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio di azienda, che tenga conto della ridotta dimensione e della carenza di negoziabilità.

Il premio al rischio per ridotta dimensione è stimato pari a 4 punti percentuali, sulla base di studi empirici che stimano detto premio in considerazione della differenza tra i rendimenti attesi di società di diversa dimensione, comparando nello specifico la dimensione della società oggetto di valutazione con la dimensione media delle società comparabili utilizzate per la stima del costo del capitale¹³. In particolare, tale valore è calcolato come il differenziale tra:

- il premio al rischio medio di società aventi dimensione comparabile a quella di Sferanet, appartenente al 10° decile¹⁴ e pari a 5,60%;

¹² U.S. Guide to Cost of Capital. 2017 Valuation Handbook- Market results through 2016.

¹³ Studio Duff & Phelps – 2018 – PIV and Duff & Phelps in "Cost of Capital – Update on the Size Effects"

¹⁴ Come indicato negli studi di Duff&Phepls.

- il premio al rischio medio delle società aventi dimensione media analoga a quella delle comparabili incluse nel campione, riferita al valore medio della capitalizzazione di mercato (*market capitalization*) al 31.12.2021, appartenenti al 7° decile, corrispondente a uno *small size premium* di 1,62%

	Decile	Small company (mrkt cap - 000)	Large company (mrkt cap - 000)	Size premium
Comparables	7°	845.509	1.400.208	1,62%
Sferanet	10°	1.963	209.406	5,60%

Delta	3,98%
-------	-------

Inoltre, poiché il campione di *comparables* considerate per la stima del beta comprende società quotate, si è tenuto conto dell'effetto della carenza di liquidabilità dell'investimento in società non quotate rispetto a quello in società quotate. La letteratura¹⁵ ha studiato l'esistenza degli «sconti per illiquidità», pervenendo a quantificazioni con ampia variabilità, comprese tra il 15% ed il 43%. Nel caso di specie, tenendo conto dell'interesse del mercato per le imprese operanti nel campo del commercio di hardware e software, lo scrivente ritiene equo uno sconto per illiquidità del 30% sul valore (nell'intorno della media del *range* sopra identificato), che corrisponde a una maggiorazione del tasso del 43%¹⁶. Applicando tale maggiorazione al tasso del 9,2% (comprensivo del *size premium*), si ottiene un premio al rischio di illiquidità di circa 3,9 punti percentuali che determina un costo del capitale di rischio (K_e) finale di 13,14%.

Cost of equity (K_e)	
Risk-free rate (R_f), 10 anni	1,70%
Market risk premium	5,50%
Beta unlevered	0,64
Beta levered	0,64
Small size premium	4,0%
Lack of marketability premium	3,9%
Cost of equity (K_e)	13,14%

¹⁵ S. P. Pratt, R.J. Grabowski (2010). Cost of Capital. Wiley.

¹⁶ Tale valore è calcolato applicando la formula: $[1/(1-\text{sconto illiquidità})]-1$

8.4.2 Il costo medio ponderato del capitale

Considerato che la Società è finanziata esclusivamente da mezzi propri, il costo medio ponderato del capitale coincide con il *cost of equity*.

Sotto le predette ipotesi il costo medio ponderato del capitale assume un valore pari al 13,14% come di seguito illustrato:

WACC	
Risk-free rate (Rf), 10 anni	1,70%
Market risk premium	5,50%
Beta unlevered	0,64
Small size premium	4,0%
Lack of marketability premium	3,9%
Cost of equity (Ke)	13,14%
WACC	13,14%

8.5. La stima dell'Enterprise Value della Sferanet

L'applicazione del metodo finanziario utilizzato prevede, nella formulazione proposta, la somma algebrica dei valori attuali: (i) del flusso di cassa operativo nell'orizzonte di previsione analitica, stimato sulla base delle assunzioni del piano 2022-2024 e (ii) per il periodo successivo, del *Terminal Value*.

I flussi di cassa dell'orizzonte di previsione sono attualizzati utilizzando il WACC descritto in precedenza.

Il FCFO dello *Steady State*, costante in termini reali, è assunto crescente in termini nominali, con un tasso di crescita (indicato con la variabile *g*), del 1,9%¹⁷.

Il Terminal Value è stato poi attualizzato al WACC.

La formula riportata di seguito riassume quanto appena illustrato:

¹⁷ Previsioni della Banca Centrale Europea
(https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.it.html)

$$V_t = \frac{\frac{FCFO_{t+1}}{(wacc - g)}}{(1 + wacc)^t}$$

La sommatoria dei flussi attualizzati previsti nell'arco analitico di piano e del Terminal Value attualizzato restituisce l'*Enterprise Value* della Società pari a euro 12,6 milioni, come indicato nella tabella sottostante (importi in euro migliaia).

	2022	2023	2024	Steady State
NOPAT	1.165	1.847	2.448	1.277
Ammortamenti	183	237	172	281
(Incr.)/Decr. CCN	- 1.473	997	1.372	-
Incr./(Decr.) Fondi	408	355	438	-
(Investimenti)/Disinvestimenti	- 261	- 348	- 348	- 281
FCFO	23	3.089	4.082	1.277
FCFO attualizzati	21	2.489	2.907	
∑ FCFO attualizzati	5.416			
Terminal Value	11.361			
Terminal Value attualizzato	7.151			
Enterprise Value al 31.03.2022	12.567			

8.6. La stima dei Surplus Asset e della Posizione Finanziaria Netta della Sferanet

La finalità della presente relazione è l'individuazione del valore economico del capitale azionario (Equity Value) della Sferanet.

Per ottenere la stima del valore economico del patrimonio netto, al valore attuale dei flussi attesi nell'orizzonte di previsione analitica e del Terminal Value, che esprime il valore economico del capitale investito operativo netto (c.d. Enterprise Value), devono essere sommati algebricamente:

(i) i *surplus asset*, ossia gli elementi patrimoniali non pertinenti allo svolgimento dell'attività operativa aziendale (che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi poiché ritenuti non strumentali all'esercizio dell'azienda e pertanto soggetti a valutazione autonoma);

(ii) la posizione finanziaria netta, ossia i debiti finanziari al netto della liquidità.

Alla data della stima, la Società presenta un unico *surplus asset*, relativo ad un deposito cauzionale corrisposto, pari a euro 0,5 milioni, per l'acquisto di una partecipazione che si perfezionerà nei prossimi mesi. La società ha la ragionevole prospettiva di perfezionare l'acquisto o, in alternativa, di vedere restituito il deposito cauzionale, il quale pertanto ha un valore corrente pari al valore nominale.

Infine, occorre porre a riduzione dell'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta (che nel caso specifico deve essere sommata poiché attiva per euro 1,5 milioni). Questa, come si evince dalla situazione patrimoniale al 31.03.22, è rappresentata da debiti verso banche (per euro 5,5 milioni), al netto del valore delle liquidità (pari a circa euro 7,0 milioni).

8.7. *La stima dell'Equity Value della Sferanet*

Sulla base del procedimento illustrato, si ottiene una stima del valore economico della Sferanet, al 31.03.22, di circa euro 14,6 milioni.

Si riporta di seguito tabella con i valori attuali del flusso finanziario operativo che determina l'*Enterprise Value* e la stima dell'*Equity Value* (importi in euro migliaia).

Σ FCFO attualizzati	5.416
Terminal Value	11.361
Terminal Value attualizzato	7.151
Enterprise Value al 31.03.2022	12.567
PFN (se >0 cassa)	1.542
Surplus assets	500
Equity Value al 31.03.2022	14.609

8.8. *La stima del valore economico del 51% della Sferanet*

Considerato che l'*Equity Value* della Società è pari a euro 14,6 milioni, il valore della quota del 51% è pari a circa euro 7,5 milioni.

Equity Value al 31.03.2022	14.609
Equity Value quota 51%	7.450

importi in euro migliaia

Si ritiene di non applicare, nella stima del valore della quota del 51%, un premio di maggioranza in considerazione delle seguenti motivazioni.

In primo luogo, non vi sono condizioni per le quali i soci di maggioranza intendano o possano estrarre benefici privati a danno degli azionisti di minoranza, sia della società conferente che della possibile società conferitaria. In assenza di benefici privati del controllo, non vi è ragione di stimare premi di maggioranza.

In secondo luogo, trattandosi di una valutazione ai fini di un conferimento, è necessario prediligere un'impostazione valutativa il più prudente possibile, basata su valori effettivamente e concretamente sussistenti, al fine di garantire l'integrità del capitale sociale, di tutelare i soci e le minoranze, nonché di tutelare i creditori sociali della conferitaria.

Inoltre, in una prospettiva di trasparenza di mercato, poiché attraverso l'operazione di conferimento si attribuiscono quote della conferitaria ai soci di Sferanet, con una riduzione pertanto delle quote partecipative dei soci attuali della conferitaria, non si ritiene corretto penalizzare questi ultimi per un valore di assai incerta sussistenza, data come visto l'assenza di benefici privati del controllo attendibilmente stimabili, e si ritiene piuttosto opportuno adottare un approccio valutativo quanto più prudente possibile.

Ulteriore ragione di mancata considerazione del premio di controllo risiede nel fatto che con l'operazione di conferimento non si realizza in realtà alcun cambiamento del controllo, in quanto, secondo quanto prospettato allo scrivente, con il conferimento il socio di maggioranza di Sferanet diverrebbe socio di maggioranza della conferitaria.

9. La valutazione del 51% del capitale sociale della Sferanet sulla base del metodo dei multipli di mercato

Quale metodo di controllo per esprimere il valore economico della Sferanet è stato applicato il metodo di valutazione dei multipli di mercato delle società comparabili.

Si ritiene in questa sede opportuno effettuare anche una separata stima secondo l'ulteriore metodo dei multipli di mercato al fine di disporre di un procedimento alternativo che conferisca maggiore affidabilità ai risultati della stima.

Il metodo dei multipli si basa sull'ipotesi che il valore delle azioni di una società sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di azioni di società similari, avvenuti nel recente passato.

Il metodo dei multipli delle società comparabili, in particolare, riconosce all'azienda un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico ad aziende comparabili, che è posto in relazione ad alcune grandezze contabili espressive delle caratteristiche fondamentali delle società analizzate.

Tale metodo si fonda pertanto sul valore espresso dal mercato per aziende con caratteristiche simili, operanti nello stesso settore e sui medesimi mercati geografici. Nel mercato di riferimento vi sono un certo numero di società quotate con business comparabile a quello di Sferanet.

Nel caso in esame, si utilizza il multiplo EV/Ebitda, al fine di stimare il valore economico sulla base della redditività della Società. Detto multiplo è largamente utilizzato, poiché l'Ebitda è meno influenzato da politiche contabili rispetto all'Ebit e all'Utile d'esercizio, essendo calcolato al lordo dei costi non monetari, e inoltre poiché è in grado di misurare la capacità della società di generare un flusso di cassa dalla gestione ordinaria

Attraverso la piattaforma Bloomberg sono stati ottenuti i valori del multiplo EV/Ebitda per società quotate attive nel medesimo business, in tutto il mondo, calcolando il relativo multiplo mediano. Il campione è composto secondo i medesimi criteri utilizzati per l'analisi del costo del capitale ed è pertanto costituito dalle medesime società.

Di seguito i valori dei multipli delle società comparabili e il relativo multiplo mediano¹⁸:

Esprinet	3,81
Digital China Holdings	9,27
Eplus Inc	8,98
Dicher Data	23,7
Also Holding	13,56
Daiwabo	5,02
PC Connection	10,24
Action SA	1,26
Arena Bilgisayar	6,9
Arrow Electronics	5,44
Asbisc Enterprises	1,77
Avnet	5,39
Datatec	3,97
Redington India	5,04
Scansource	6,78
TD Synnex	10,92
Sourcesense	5,75
Mensch und Maschine	19,92
MEDIANA	6,27

La stima dell'Enterprise Value della Sferanet è ottenuta moltiplicando il multiplo mediano dei *comparables* identificati (pari a 6,27)¹⁹ con l'EBITDA della Sferanet generato nel recente passato (2021).

EBITDA 2021 (000)	1.823
Multiplo mediano	6,27
Enterprise Value (000)	11.424

¹⁸ Le società considerate sono le medesime utilizzate per il calcolo del beta; la mancanza di alcune società è dovuta all'inesistenza del dato da Bloomberg.

¹⁹ Multiplo in linea con recenti transazioni di società quotate italiane (multiplo 7,23 per vendita partecipazioni Esprinet S.p.A.).

Il valore economico del capitale azionario (Equity Value) si ottiene sommando all'Enterprise Value la posizione finanziaria netta e i surplus asset (importi in euro migliaia).

Enterprise Value	11.424
PFN (se >0 cassa)	1.542
Surplus assets	500
Equity Value	13.466

Sulla base del metodo dei multipli di società comparabili si perviene ad un *equity value* di euro 13,5 milioni, valore compreso in un range accettabile nell'intorno del +/- 10% rispetto all'*equity value* stimato con metodo del DCF, e che pertanto conferma, nella sostanza, l'attendibilità della stima ottenuta.

10. Aggiornamento della valutazione al 30.04.22

Lo scrivente, dopo aver completato l'attività valutativa con riferimento alla situazione contabile predisposta al 31.03.22, ha eseguito un aggiornamento della valutazione al 30.04.22. Di seguito si riporta la situazione contabile al 30.04.22:

Voce	Descrizione	Importo
01.01	ATTIVO	31.997.567,58
01.01.020	Immobilizzazioni IMMATERIALI	857.252,28
01.01.030	Immobilizzazioni MATERIALI	120.184,58
01.01.040	Immobilizzazioni FINANZIARIE	673.743,51
01.01.050	Rimanenze	491.099,02
01.01.060	Crediti commerciali	17.910.374,94
01.01.070	Crediti finanziari	500.000,00
01.01.080	Disponibilità liquide	1.756.426,30
01.01.090	Ratei e risconti ATTIVI	7.577.439,10
01.01.100	Altri crediti	2.111.047,85
01.05	PASSIVO	31.549.576,11
01.05.010	Patrimonio Netto	1.922.849,14
01.05.020	F.di per rischi ed oneri	718.150,70
01.05.030	F.do trattamento di Fine rapporto	424.179,55
01.05.040	Altri debiti	22.902.735,50
01.05.050	Debiti verso Banche	5.324.577,42
01.05.060	Ratei e risconti PASSIVI	257.083,80
01.07	RISULTATO PATRIMONIALE DI ESERCIZIO	447.991,47

Voce	Descrizione	Importo
05.01	RICAVI	9.801.827,04
05.01.010	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	9.716.354,04
05.01.020	Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati e prodotti in corso di lavorazione	55.135,06
05.01.030	Altri ricavi e proventi di gestione	30.337,94
05.05	VALORE DELLA PRODUZIONE	9.801.827,04
05.10	COSTI DI PRODUZIONE	7.842.970,05
05.10.010	Costi netti per l'acquisto di materie prime, semilavorati, prodotti finiti	6.880.609,35
05.10.020	Costi per servizi	660.190,09
05.10.030	Costo per godimento beni di terzi	101.439,64
05.10.040	Altri costi di gestione	200.730,97
05.15	VALORE AGGIUNTO	1.958.856,99
05.20	COSTO DEL PERSONALE	1.331.884,48
05.20.010	Costo del personale	1.184.458,22
05.20.020	Altri costi del personale	147.426,26
05.25	MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	626.972,51
05.30	COSTI OPERATIVI	80.103,83
05.30.010	Ammortamenti	80.103,83
05.35	REDDITO OPERATIVO (EBIT)	546.868,68
05.40	GESTIONE FINANZIARIA/ACCESSORIA	104.522,10
05.40.010	Risultato gestione Finanziaria	107.014,04
05.40.020	Risultato gestione accessoria	2.491,94-
05.45	RISULTATO ECONOMICO GESTIONE ORDINARIA	442.346,58
05.50	RISULTATO GESTIONE STRAORDINARIA	5.644,90-
05.50.010	Risultato gestione Straordinaria	5.644,90-
05.55	RISULTATO ECONOMICO AL LORDO DELLE IMPOSTE	447.991,48
05.65	RISULTATO ECONOMICO AL NETTO DELLE IMPOSTE	447.991,48

Per aggiornare la valutazione lo scrivente ha effettuato le seguenti verifiche:

- Analisi degli scostamenti patrimoniali
- Analisi del reddito infrannuale generato

L'analisi degli scostamenti patrimoniali non evidenzia fenomeni anomali e, pur denotando una diminuzione della liquidità, denota effetti che rientrano nelle normali dinamiche del capitale circolante.

Per l'analisi del reddito infrannuale generato, si è verificato lo stato di avanzamento del Piano, confrontando il reddito operativo consuntivo al 30.04.22 con il reddito operativo previsto nel Piano sulla base della stagionalità del business, che vede ben il 45% del margine operativo generarsi nel IV trimestre.

	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
Incidenza MOL sul totale annuo	14%	28%	13%	45%

Il margine operativo di Piano al 30.04.22 è stato stimato sommando al margine previsto per il I trimestre, 1/3 del margine previsto nel II trimestre.

Di seguito si riporta il confronto tra il margine operativo lordo consuntivo e previsionale.

EBITDA 12 mesi (Business Plan)	2.400.000
EBITDA gen-apr 2022 (Business Plan)	567.652
EBITDA gen-apr 2022 (consuntivo)	626.972

Il margine operativo lordo consuntivo ad aprile è superiore a quello previsto per circa euro 60 mila, con uno scostamento favorevole di circa il 10%. Tenendo altresì conto che le voci sotto l'EBITDA (ammortamenti, accantonamenti per rischi, proventi e oneri finanziari e proventi e oneri straordinari) non presentano scostamenti rilevanti e tali da segnalare l'inattuabilità del business plan sul quale è fondata la stima, può concludersi che la gestione del mese di aprile non ha generato effetti tali da comportare una variazione del risultato della stima.

Pertanto, poiché il risultato consuntivo al 30.04.22 conferma nella sostanza il risultato previsto nel Business Plan e non vi sono altri elementi idonei a comportare una modificazione della valutazione, il valore economico del 51% delle quote sociali della Sferanet S.r.l. al 30.04.22 può stimarsi in euro 7,5 milioni, pari a quello al 31.03.22.

11. Conclusioni

La presente relazione è redatta al fine di stimare il valore economico del 51% delle quote sociali della Sferanet S.r.l., alla data del 30.04.22.

L'applicazione del criterio di stima in precedenza richiamato ha condotto all'ottenimento del valore economico dell'intero capitale aziendale di circa euro 14,6 milioni.

Pertanto, il valore economico del 51% delle quote sociali della Sferanet S.r.l. è stimato in euro 7,5 milioni.

Con la presente relazione, lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore eventuale chiarimento.

Roma, 14 ottobre 2022

Prof. Riccardo Tiscini

