



**Relazione di valutazione alla data del 31.12.2021
Multiss S.p.A.**

Cagliari, il 28.04.2022

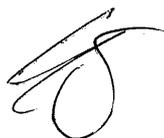
A cura di:

Studio Enrico Gaia - Dottori Commercialisti - Cagliari - Milano

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials 'EG', located at the bottom right of the page.

SOMMARIO

1. PARTE INTRODUTTIVA	
1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA RELAZIONE	4
1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima	4
1.1.2 Identità del committente e dei destinatari	4
1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione	4
1.1.4 Presupposto della valutazione	4
1.1.5 Data di riferimento della valutazione	4
1.1.6 Finalità della valutazione	5
1.1.7 La prospettiva della valutazione	5
1.1.8 La configurazione di valore adottata	5
1.1.9 La valuta funzionale	5
1.1.10 Modalità di espressione del valore finale	5
1.1.11 Data della relazione	5
1.2 ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO	6
1.2.1 Identità dell'esperto	6
1.2.2 Attestazione di competenza professionale	6
1.2.3 Attestazione di indipendenza	6
1.2.4 Attestazioni di adesione ai PIV	6
1.2.5 Attestazione di espressione di giudizio informato	6
1.3 SPECIALISTI AUSILIARI	7
1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA	7
1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate	7
1.4.2 Limitazioni alla base informativa	7
1.5 IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA	
2. LA BASE INFORMATIVA	
2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA	8
2.1.1 Dati	8
2.1.2 Ipotesi	9
3. L'ANALISI FONDAMENTALE	
3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE	10
3.1.1 Cenni storici ed evoluzione	10
3.1.2 Le aree di Business e i prodotti	12
3.2 I BILANCI STORICI	13
3.3 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS	16
3.4 L'ANALISI DEI BILANCI	16



4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI.....19

4.1.1 *Analisi delle metodiche disponibili.....19*

4.1.2 *Profili teorici metodo reddituale.....21*

4.1.3 *Profili teorici metodo misto patr-reddituale.....22*

4.1.4 *Profili teorici metodo finanziario.....23*

4.1.5 *Profili teorici metodo dei multipli.....27*

4.1.6 *Profili teorici metodo patrimoniale.....28*

4.2.1 *Individuazione dei metodi e criteri più appropriati.....29*

4.2.2 *Coerenza della scelta effettuata.....31*

4.2.3 *Identificazione dei principali fattori di rischio.....31*

4.3 SVILUPPO DELLE METODOLOGIE.....32

4.3.1 *La normalizzazione degli aggregati economici.....32*

4.3.2 *Ricostruzione del Capitale netto espresso a valori correnti...34*

4.3.3 *La determinazione dei tassi di valutazione.....36*

4.3.4 *La scelta dell'orizzonte temporale.....39*

4.3.5 *Calcolo dei Risultati.....40*

5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE..... 43



1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima

Il sottoscritto Dott. Enrico Gaia, nato a Cagliari il 21/05/1967, ivi residente alla via Cavalcanti 13, con Studio in Cagliari alla via Carloforte 60, C.F. GAINRC67E21B354I, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Cagliari – sezione A, al n. 399, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali al nr 80484, ha ricevuto l'incarico dal Signor:

- Antonio Spano, nato a Sassari il 17/01/1970, residente a Sorso alla via Botticelli n. 1, nella qualità di Procuratore generale della società Multiss S.p.A., con sede in Sassari alla Piazza D'Italia 31, Capitale sociale € 154.800 i.v., P.I. 01770650909, iscritta alla CCIAA di Sassari REA n. 123870, C.F. 01770650909, più oltre "società",

di stimare il valore economico del capitale, detto anche valore fondamentale o intrinseco, della società **MULTISS S.P.A.** alla data del 31/12/2021 al fine di una potenziale fusione con le società di servizi dei Comuni di Sorso e Porto Torres, in rappresentanza della Società Multiss Spa.

1.1.2 Identità del committente e dei destinatari

Il committente dell'incarico, pertanto, deve intendersi la predetta società Multiss S.p.A., mentre destinatario della relazione di valutazione è da intendersi, come previsto dall'incarico, l'organo amministrativo della stessa, al quale verrà consegnata.

1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della valutazione è l'intero patrimonio sociale della società Multiss S.p.A.

1.1.4 Presupposto della valutazione

La valutazione dell'azienda è avvenuta nella prospettiva della sua continuità aziendale¹ (*going concern*). Si precisa che non è compito dell'esperto, se non previsto da norme o principi contabili, circostanza non riguardante il presente incarico, appurare l'esistenza e l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto, essendo questo, appunto, un presupposto della valutazione.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31/12/2021. Deve pertanto intendersi una valutazione contemporanea.

¹ La valutazione di un'entità economica può essere effettuata in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione (anche detta *going concern*), oppure la liquidazione.



1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dall'organo amministrativo della società Multiss S.p.A. al fine di valutare il valore della stessa per una ipotetica fusione con la Società Multiservizi Porto Torres S.r.l.

1.1.7 La prospettiva della valutazione

La valutazione è stata effettuata nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato, cioè non è stata in alcun modo influenzata da fattori riferibili a specifici soggetti.

1.1.8 La configurazione di valore adottata

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata rivolta alla ricerca del **valore economico del capitale**, detto anche valore fondamentale o intrinseco, della società oggetto di valutazione. Tale configurazione di valore esprime l'apprezzamento che un qualunque 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'unità di valutazione e dei relativi rischi.

Il valore intrinseco, che quindi esprime valori oggettivi, è funzionale alla capacità di reddito dell'azienda "as is" e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di progetti su cui la stessa si è già impegnata, escludendo ogni tipo di potenzialità latente. Il tutto alla luce del quadro di rischio associato alla stima dei benefici economici attesi. Esprime, in altre parole, il valore recuperabile da un investitore attraverso i flussi di risultato prospettici. Non è, pertanto, un valore di scambio, e non include premi e sconti. In presenza di un mercato razionale (senza asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali), coincide con il valore di mercato.

Perciò, così come richiesto dall'incarico, la stima è stata rivolta alla ricerca del **valore di mercato**² della società oggetto di valutazione, e quindi esprime valori oggettivi, ovvero il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile (PIV 1.6.3).

5

1.1.9 La valuta funzionale

La stima è stata espressa nella valuta funzionale dell'entità economica da valutare, ovvero l'euro.

1.1.10 Modalità di espressione del valore finale

La valutazione finale verrà espressa, nel Capitolo 5, attraverso un **valore unico**, che trova il proprio fondamento nei risultati ottenuti attraverso le metodiche ed i criteri adottati ed illustrati nel Capitolo 4, alla luce dei limiti evidenziati nel corso della presente relazione, dovuti alle specificità della Società in esame.

1.1.11 Data della relazione

La presente relazione è stata completata e firmata in data 28/04/2022.



² Il valore di mercato è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato alla data della valutazione, ovvero il prezzo verosimile di negoziazione fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obbligo a vendere o comprare).

1.2 ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO

1.2.1 *Identità dell'esperto*

L'incarico è stato personalmente svolto e firmato dal Dott. Enrico Gaia, con Studio professionale a Cagliari, in via Carloforte 60, P.I. 02159070925, C.F. GAINRC67E21B354I.

1.2.2 *Attestazione di competenza professionale*

Il sottoscritto dichiara di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Cagliari – sezione A, al nr 399, al Registro dei Revisori Legali al nr 80484, e, tenuto conto dell'oggetto e delle finalità della stima, di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico.

1.2.3 *Attestazione di indipendenza*

Il sottoscritto dichiara:

- di non essere legato al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima;
- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente.

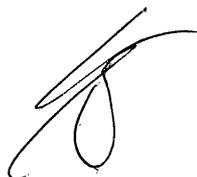
6

1.2.4 *Attestazioni di adesione ai PIV*

Il sottoscritto dichiara che la presente relazione è stata redatta secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2017, cui il sottoscritto attesta piena adesione.

1.2.5 *Attestazione di espressione di giudizio informato*

Il sottoscritto dichiara di essere riuscito a percorrere l'intero processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato di valore e che le informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione.



1.3 SPECIALISTI AUSILIARI

Per la stima del valore di alcuni specifici beni il sottoscritto non si è avvalso di altri specialisti in quanto ha usufruito di una perizia di valutazione dell'immobile principale redatta precedentemente alla presente relazione, che si è ritenuta valida in quanto è stata di recente predisposta e l'immobile non ha subito modifiche sostanziali.

1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate

La base Informativa utilizzata risulta ragionevolmente obiettiva e completa, ed è stata strutturata con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

Il sottoscritto ha operato con la dovuta oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali.

La valutazione è stata effettuata raccogliendo ed analizzando le informazioni disponibili fino ad arrivare ad una base di dati che ha consentito un esame affidabile e che ha permesso di arrivare a delle proiezioni attendibili degli andamenti futuri.

Pur senza effettuare alcuna attività di *audit* contabile né di *due diligence*, la documentazione è stata analizzata dal sottoscritto con il necessario spirito critico (*professional skepticism*). E' stata, inoltre, verificata la coerenza reciproca tra i diversi *input* valutativi.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico il sottoscritto si è innanzitutto avvalso di dati e informazioni forniti dalla società. A tale scopo, infatti, il sottoscritto ha richiesto all'organo amministrativo aziendale la più ampia documentazione, contabile ed extra-contabile, di natura **storica, corrente e prospettica**.

I documenti esaminati sono stati oggetto di analisi critica che hanno convinto il sottoscritto, alla luce dei relativi elementi giustificativi, sulla loro complessiva ragionevolezza, credibilità e plausibilità.

Ulteriori informazioni di natura **pubblica ed esterna** sono state raccolte direttamente dal sottoscritto, in particolare quelle riguardante il contesto economico, il settore, il mercato finanziario, le società confrontabili. Le fonti di tali informazioni (specifiche banche dati, ecc.) verranno man mano citate e documentate nel corso della relazione.

Il sottoscritto ha inoltre effettuato sopralluoghi presso l'azienda, nel corso dei quali ha effettuato interviste al Direttore generale della società.

Il sottoscritto dichiara che le informazioni raccolte, formate dai migliori elementi disponibili alla data della valutazione, sono ragionevolmente attendibili e plausibili, nonché adeguate e sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione.

1.4.2 Limitazioni alla base informativa

Non essendo stato specificamente previsto dal mandato, si ribadisce che non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* né di *audit* sui dati contabili ricevuti dalla società. Si rileva, inoltre, che la società è dotata di organi di controllo quali il Collegio Sindacale e Revisore legale.

Non sono stati forniti dalla società piani previsionali patrimoniali prospettici, ma solo economici.

In merito alla individuazione e quantificazione delle eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) il sottoscritto si è limitato a raccogliere informazioni da parte della Direzione della società.

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento a dati ed informazioni provenienti da diverse tipologie di analisi condotte dal sottoscritto:

- ✓ analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- ✓ analisi strategica, con riferimento al quadro macroeconomico e di settore;
- ✓ analisi dei mercati finanziari, con riferimento a banche dati per i *Beta*, rendimenti di portafoglio, tassi *free-risk*, misure storiche e prospettiche per l'ERP;
- ✓ analisi di informazioni patrimoniali, riferite agli *asset* materiali, a specifici *intangibles*, ad attività e passività finanziarie;

2.1.1 Dati

La base informativa esaminata dal sottoscritto è la seguente; la documentazione è stata fornita dalla società:

- bilanci depositati completi, relativi alle annualità 2018, 2019, 2020 e 2021;
- bilanci di verifica al 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021;
- budget economico;
- copie dei contratti dei leasing in essere e relativi piano di ammortamento;
- copie dei contratti dei mutui in essere e relativi piano di ammortamento;
- statuto della società;
- libro cespiti;
- Inventario rimanenze al 31/12/2021
- breve descrizione e dati catastali degli immobili di proprietà della società;
- perizie di valutazione di detti immobili;
- Informazioni in merito ad eventuali crediti inesigibili;
- Informazioni circa ritardi nel pagamento di debiti erariali/previdenziali ed eventuali previsioni di pagamento;
- precedenti perizie di valutazione della società.

Il sottoscritto ha effettuato vari incontri con il management aziendale, sia per la raccolta delle suddette informazioni che per formarsi un giudizio di ragionevolezza in ordine ai piani strategici e previsionali.

In merito all'analisi dei mercati finanziari, e in particolare per il calcolo di *Beta*, rendimenti di portafoglio, misure storiche e prospettiche dell'ERP (*market premium*), è stato fatto riferimento alla banca dati specializzata "Damodaran"³.

Per la stima dei tassi finanziari di medio-lungo periodo si è fatto riferimento a btp e similari

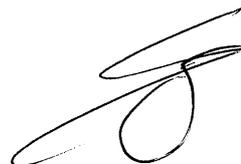
³ Banca dati pubblica relativa ad informazioni finanziarie quali "Beta", "ERP" (*Equity Risk Premium*), ecc., consultabile alla pagina <http://www.damodaran.com>.



Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici, di settore e finanziari assunti al fine della valutazione fanno riferimento a quelli disponibili alla data della valutazione.

2.1.2 Ipotesi

In assenza di piani previsionali di medio lungo termine si è preferito valutare i dati storici e quando necessario assumere tali risultati come potenzialmente replicabili nei prossimi esercizi.



3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 LA SOCIETA' DA VALUTARE

3.1.1. Cenni storici ed evoluzione

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA SOCIETA'	
	
Ragione sociale:	MULTISS SPA
Forma giuridica;	Società per azioni
Data costituzione:	05-06-1997
Compagine societaria:	100% Provincia di Sassari
Governance:	Cda, 1 procuratore generale
Sedi:	
• legale	Sassari Piazza D'Italia 31
• operativa/amm.va	Sassari Z.I. Predda Nledda
• operativa/amm.va	Olbia Via Amba Alagi 3/5
Codice Ateco:	41.2 – 42.11 – 43.22.01 – 81.3 – 81.29.1
Segmento Basilea	PMI

La Multiss S.p.A. è stata fondata nel 1997.

La sede legale ed operativa è ubicata a Sassari.

Il capitale sociale della società è oggi pari a € 154.000, suddiviso in 30.000 azioni ordinarie del valore di € 5,16 ciascuna, interamente versato, ed è interamente posseduto dalla Provincia di Sassari

Amministrazione e governance

L'azienda ha il modello di *governance* tradizionale, è retta da un Consiglio di Amministrazione composto da tre membri, un Procuratore Generale e sei Institori.

Organo di controllo

La società è dotata del Collegio Sindacale, che è composto da tre membri effettivi e due supplenti, in carica fino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio da chiudersi al 31/12/2022. La funzione di revisione legale dei conti è affidata ad un Revisore Unico

Note contabili e legali

La società è in regime naturale di contabilità ordinaria.

10



Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

La società sviluppa regolarmente il Budget d'esercizio, cui seguono controlli mensili con i risultati effettivamente conseguiti.

Evoluzione della società

La Società nasce nel 1997 su iniziativa dell'Amministrazione provinciale di Sassari e della Insar S.p.A con lo scopo di garantire la massima efficienza nei servizi di manutenzione degli edifici scolastici e delle strade di competenza della Provincia.

Nel 2003, con la cessione delle azioni della Insar alla Provincia di Sassari, la Multiss diventa una società in house e pertanto da tale data, come previsto dalla normativa, realizza la parte più importante della propria attività con la Provincia di Sassari.

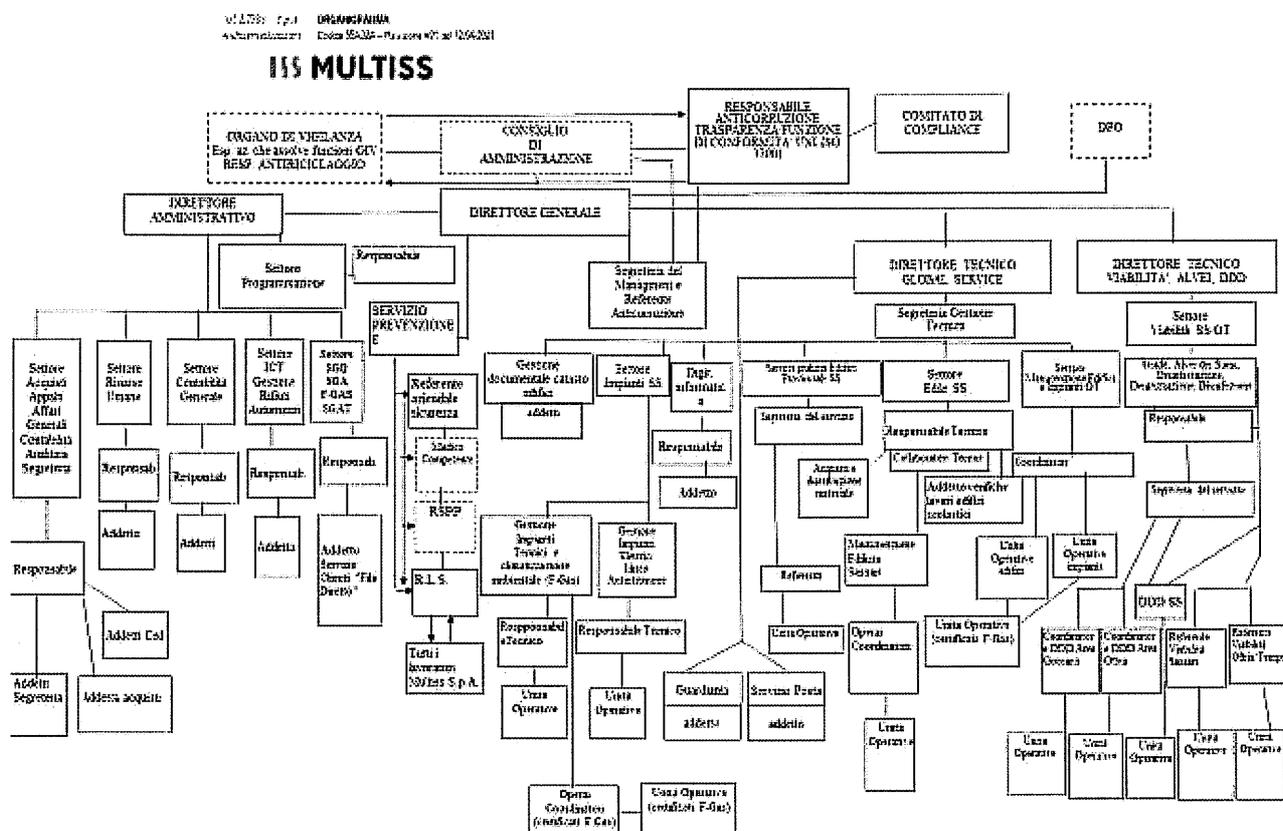
L'evoluzione della struttura dei dipendenti della società nell'ultimo triennio, risulta dalla tabella seguente:

Categorie dipendenti	2018	2019	2020	2021
Dipendenti	144	152	173	183
Totale	144	152	173	183

L'organigramma generale della società alla data attuale, suddiviso per area funzionale, si può invece evincere dal grafico successivo:



Organigramma Aziendale



3.1.2 Le aree di business e i prodotti

La società si occupa dei seguenti servizi :

- Manutenzione ordinaria di natura edile, idrosanitaria, elettrica degli uffici provinciali e degli edifici scolastici provinciali;
- Servizio di disinfestazione e di piccola bonifica delle aree pubbliche di competenza dell'amministrazione provinciale di Sassari;
- Conduzione, manutenzione ordinaria e straordinaria degli impianti termici di competenza dell'amministrazione provinciale di Sassari;
- Manutenzione delle aree esterne agli edifici e delle aree verdi;
- Manutenzione ordinaria di strade provinciali e della relativa segnaletica stradale;
- Fornitura di servizi informatici a favore dell'amministrazione provinciale di Sassari;
- Servizio di pulizia degli uffici dell'amministrazione provinciale di Sassari;
- Manutenzione ordinaria e pulizia degli alvei fluviali di competenza della Provincia di Sassari;
- Assistenza tecnica professionale per la gestione di progetti comunitari di competenza della Provincia di Sassari.

3.2 I BILANCI STORICI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2019/2021.

Conto economico							
C.E.	ANNI	dic-19		dic-20		dic-21	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		8.655.585	100%	9.335.356	100%	10.619.324	100%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore della Produzione		8.655.585	100%	9.335.356	100%	10.619.324	100%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		93.796	1,08%	-104.386	-1,11%	65.593	0,61%
Acquisti Merci/Mat. Prime		1.774.853	20,50%	1.428.516	15,30%	1.895.603	17,85%
Costi vari per Servizi		1.758.403	20,31%	1.703.189	18,24%	2.630.810	24,77%
Lavorazioni Esterne		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore Aggiunto		5.216.125	60%	6.099.265	65%	6.158.504	57%
Costo lavoro		4.903.657	56,65%	5.235.333	56,08%	5.722.555	53,88%
M.O.L.		312.468	3%	863.932	9%	435.949	4%
Ammortamenti materiali		224.822	2,59%	270.232	2,89%	304.925	2,87%
Ammortamenti immateriali		28.436	0,32%	39.772	0,42%	41.194	0,38%
Accantonamenti		10.000	0,11%	100.000	1,07%	11.000	0,10%
Risultato Operativo		49.210	0%	453.928	4%	78.830	0%
Oneri Finanziari		28.270	0,32%	18.119	0,19%	19.446	0,18%
Proventi Finanziari		-	-	-	-	-	-
		21	242,61%	37	-396,34%	27	-254,25%
			%				
Gestione Straordinaria		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione non operativa		14.309	0,16%	37.324	0,39%	16.783	0,15%
Imposte		15.393	0,17%	143.882	1,54%	42.876	0,40%
Risultato Netto		19.877	0%	329.288	3%	33.318	0%

13

Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

Stato Patrimoniale							
S.P.	Anni	dic-19		dic-20		dic-21	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		145.483	3,99%	428.419	10,27%	21.240	0,45%
Clienti e Crediti diversi		1.540.569	42,29%	1.691.952	40,57%	2.410.275	51,07%
Risconti attivi		15.031	0,41%	41.990	1,00%	153.111	3,24%
Magazzino		353.267	9,69%	248.881	5,96%	314.474	6,66%
ATTIVO CORRENTE		2.054.350	56,39%	2.411.242	57,82%	2.899.100	61,43%
Immobil. Materiali		1.517.877	41,67%	1.669.404	40,03%	1.736.513	36,79%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Immateriali		70.282	1,92%	89.532	2,14%	83.524	1,76%
Immobil. Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
ATTIVO FISSO		1.588.159	43,60%	1.758.936	42,17%	1.820.037	38,56%
CAPITALE INVESTITO		3.642.509	100%	4.170.178	100%	4.719.137	100%
Debiti finanz. a breve		45.633	1,25%	26.751	0,64%	200.062	4,23%
Fornitori e Debiti div.		1.751.316	48,07%	2.042.144	48,97%	2.083.731	44,15%
PASSIVO CORRENTE		1.796.949	49,33%	2.068.895	49,61%	2.283.793	48,39%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri debiti a ML		15.195	0,41%	-58.372	-1,39%	242.376	5,13%
PASSIVO CONSOLIDATO		15.195	0,41%	-58.372	-1,39%	242.376	5,13%
MEZZI PROPRI		1.830.365	50,25%	2.159.655	51,78%	2.192.968	46,46%
TOTALE FONTI		3.642.509	100%	4.170.178	100%	4.719.137	100%

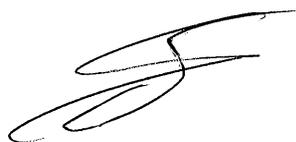
14

Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

Rendiconto Finanziario

Val. Positivi=Fonti	Val. Negativi=Impegni	dic-20	dic-21
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE		126.600	401.668
M.O.L. (EBITDA)		863.932	435.949
(+) Saldo Gestione Finanziaria		-18.082	-19.419
(-) Imposte d'Esercizio		-143.882	-42.876
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratteristiche		37.324	16.783
(+) Accantonamento T.f.r.		266.195	313.635
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		-378.160	-299.214
= CASH FLOW POTENZIALE		627.327	404.858
Crediti Commerciali		-123.230	-657.980
Magazzino Netto		104.386	-65.593
Altri Crediti Operativi		-55.112	-171.464
= Variazione Attivo Circolante		-73.956	-895.037
Debiti Commerciali		69.589	252.072
Altri Debiti Operativi		211.185	77.729
= Variazione Passivo Circolante		280.774	329.801
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO		206.818	-565.236
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali		-210.549	-102.295
Immobilizzazioni Finanziarie		0	0
Disinvestimenti		-270.232	-304.925
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO		-480.781	-407.220
Rimborso Finanziamenti e altri Debiti a M/L		-78.298	-12.887
Erogazione dividendi		0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO		275.066	-580.485
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L		0	0
Variazione Capitale e Riserve		2	-5
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO		275.068	-580.490
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE		401.668	-178.822

15



3.3 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS

I bilanci previsionali di medio lungo termine non sono stati sviluppati.

3.4 L'ANALISI DEI BILANCI

ANALISI ECONOMICA

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici economici di bilancio.

INDICI	ANNI		
	dic-19	dic-20	dic-21
Reddito Netto	€19.877	€329.288	€33.318
Saggio Redditività netta Reddito N./Fatturato N.	0,23%	3,56%	0,31%
ROE (return on equity) Reddito Netto/Mezzi Propri	1,09%	17,99%	1,54%
Reddito Operativo	€49.210	€453.928	€78.830
ROI (return on investment) Reddito Oper./Cap. Inv.	1,35%	11,62%	1,77%
ROS (return on sales) Reddito Operat./Fatturato	0,56%	4,86%	0,74%
Turnover Cap. Investito Fatturato/Capitale Investito	2,37	2,38	2,38
ROD (return on debts) Oneri Finanz./Capitale Terzi	1,56%	0,90%	0,76%
Oneri Finanz.N./Fatturato N.	0,32%	0,19%	0,18%
Incidenza Consumi su Fatturato	19,60%	16,59%	17,34%
Incid. Costo lavoro/Fatturato	56,65%	56,08%	53,88%
Incid. Costo lavoro/Valore Agg.	94,00%	85,83%	92,92%
Fatturato per addetto	€61.198	€61.735	€64.528
Valore Aggiunto per addetto	€37.230	€40.775	€37.666

Dall'analisi dei risultati e degli indici emerge una certa stabilità nei risultati storici, ad eccezione dell'anno 2020 caratterizzato da un incremento del fatturato dovuto alle sanificazioni per il Covid-19.



Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

Ad eccezione del 2020, quindi, i risultati economici non presentano valori elevati, trattandosi di una società *in house* che ha come fine principale la garanzia e la qualità dei servizi per l'Ente controllante e non la massimizzazione del profitto.

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR. -FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u> RO	<u>RN</u> Ris.Lordo
dic-19= 1,09%	0,56%	2,37	1	0,71	0,56
dic-20= 17,99%	4,86%	2,38	1,93	1,04	0,69
dic-21= 1,54%	0,74%	2,38	2,15	0,96	0,43

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST.STR. -FIN.	GEST. FISC.
	<u>RO</u> Fatturato	<u>Fatturato</u> Cap. Inv.	<u>Cap. Inv</u> Cap.Netto	<u>Ris. Lordo</u> RO	<u>RN</u> Ris.Lordo
dic-21=1,54%	0,74%	2,38	2,15	0,96	0,43

17

ANALISI PATRIMONIALE E FINANZIARIA

Lo scopo della presente analisi è quello di segnalare se sussistono le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa:

-) l'omogeneità tra la natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento utilizzate;
-) l'esistenza di equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella del capitale di terzi;
-) un equilibrato rapporto tra capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare in che misura la combinazione impieghi- fonti è in grado di produrre flussi monetari equilibrati, tali, cioè, da consentire di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la gestione richiede.

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.



Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

INDICI	ANNI		
	dic-19	dic-20	dic-21
I. Complessivo copert. Immobil. Fonti permanti/Attivo Immobilizz.	1,16	1,19	1,33
I. Autocopertura Immobilizzaz. Mezzi propri/Attivo Immobilizzato	1,15	1,22	1,20
Debt Equity ratio Capitale di terzi/Mezzi propri	0,99	0,93	1,15
Current ratio Attivo Circol./Passivo Circol.	1,14	1,16	1,26
Quick ratio (Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Pass.Circol.	0,93	1,02	1,06
Indice di Altman	4,88	5,90	5,15
Durata media dei crediti v/clienti	48	48	61
Giacenza media del magazzino (gg)	76	59	62
Durata media debiti v/fornitori	93	121	118
Cash flow (utile+amm.ti)	273.135	639.292	379.437
Indebit.Finanz.N.	-99.850	-401.668	178.822

18

Dall'analisi degli indici emerge in prevalenza una stabilità, negli anni, delle performance aziendali. La struttura patrimoniale e finanziaria risulta adeguata, come anche l'equilibrio finanziario di breve periodo. Non sono presenti esposizioni bancarie nel medio lungo periodo.



4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI

4.1.1. *Analisi delle metodiche disponibili*

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre **metodiche**:

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente, attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione. Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro. Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura. Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile. Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali. Tale metodica viene applicata alla valutazione delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione. Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate;
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda. Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;

- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan*. Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti. Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto⁴.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori. Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIV III.1.16).

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.16). Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano direttamente il Capitale netto), o **asset side** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (**k**); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered* (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi

⁴ E. FUSA – G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".

Asset Side va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

Le valutazioni Asset side sono preferibili (III.1.15). Accertarsi che le due valutazioni conducano a risultati coerenti (III.1.15).

4.1.2. Il metodo Reddituale: profili teorici

Il metodo **Reddituale Puro**, nella sua configurazione *Equity side*, è basato sulla capitalizzazione del "reddito netto distribuibile di lungo periodo" ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri. Tale configurazione di reddito è al netto di una quota di reddito da reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, necessari per mantenere la capacità di reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del flusso di risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico-finanziario, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita limitata ad un certo numero di anni, a secondo della probabile durata della capacità dell'azienda di produrre reddito. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito durevole e sostenibile "R", è possibile determinare il valore "V_e" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso "k_e" al quale il capitale è stato impiegato.

L'arco temporale considerato è di regola illimitato, salvo aziende meno consolidate o operanti in settore ad elevata variabilità (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione reddituale puro", è la seguente:

Durata illimitata

$$V_e = \frac{R}{k_e}$$

Durata limitata

$$V_e = R a_{\overline{n}|k_e}$$

21

V_e = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)

R = è il reddito disponibile di lungo periodo

k_e = è il tasso di valutazione e corrisponde al costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31)

a_n = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

n = è l'orizzonte temporale

I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

- R, che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo, verrà esplicitato nel paragrafo 4.3.1;
- il calcolo del tasso "k_e" verrà analizzato nel paragrafo 4.3.3;
- la scelta dell'orizzonte temporale verrà illustrata nel paragrafo 4.3.4;

Alla valutazione finale vanno aggiunti elementi attivi e passivi non inclusi nelle stime reddituali:

- il valore di partecipazioni;
- il valore di eventuali **beni non operativi** presenti nel complesso aziendale da valutare.

4.1.3. Il metodo Misto Patrimoniale Reddituale: profili teorici

È un metodo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore economico dell'azienda, e consiste in una sintesi tra il metodo patrimoniale e quello reddituale.

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata in funzione delle capacità reddituali prospettive dell'azienda (esprese dall'avviamento), in primo luogo attraverso la determinazione del "sovrareddito", e la sua successiva attualizzazione, ad un tasso appropriato e per un periodo limitati anni. Infatti, è ragionevole pensare che il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale, non permarrà a lungo; soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza di sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione dei sovraredditi attesi. Anche eventuali sottoredditi non potranno permanere in perpetuo, poiché in caso contrario, risulterebbe snaturata l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei prestatori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione in continuità aziendale non può mai essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV III.1.33).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione **misto patrimoniale reddituale**" (UEC), è:

$$V_e = K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t}$$

V_e = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)

K_0 = valore patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti

R_t = è fatto pari al reddito medio R sostenibile di lungo periodo

i' = è il saggio di rendimento considerato normale, tenendo conto del settore e dell'azienda

i'' = è il tasso ritenuto appropriato per attualizzare i sovraredditi

n = è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

22

Il criterio in argomento è di tipo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La valutazione si svolge attraverso due distinte fasi:

a) una valutazione patrimoniale "analitica"; (K_0)

b) un'autonoma determinazione del valore dell'avviamento.

I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute, e analizzando le ragioni per cui si è in presenza di un reddito maggiore o minore rispetto a quello normale. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

- R_t che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo, è stato determinato come indicato nel paragrafo 4.3.1;

- nel metodo UEC, K_0 è il patrimonio netto rettificato a valori correnti (di mercato); è composto dal patrimonio netto tangibile, cioè con esclusione di avviamento e beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere aggiunti a K_0 , anche se in tal modo verranno ridotti i sovra redditi (PIV III.1.33).

Il procedimento di ricostruzione di K_0 verrà esplicitato nel paragrafo 4.3.2;

- il saggio di rendimento considerato normale, i' , tiene conto delle caratteristiche dell'azienda (incluso il *leverage*) e del settore, mentre i'' è il tasso ritenuto appropriato per la valutazione dei sovra redditi o delle carenze di reddito; in caso di sovra redditi, i'' è maggiore di i' e viceversa; in ogni caso entrambi

hanno natura di costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intorno di k_e (PIV III.1.33). Il calcolo di tali tassi verrà evidenziato nel paragrafo 4.3.3;

- l'orizzonte temporale n è generalmente compreso tra 5 e 10 anni a seconda della persistenza del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda; in caso di *badwill* l'orizzonte temporale deve essere tale da consentire il recupero della redditività normale in continuità aziendale (PIV III.1.33); la sua scelta verrà effettuata nel paragrafo 4.3.4.

4.1.4. Il metodo Finanziario Discount Cash Flow: profili teorici

Il **metodo finanziario D.C.F.** si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi nel periodo di previsione esplicita e sull'attualizzazione del valore residuo aziendale, cioè il valore del complesso aziendale al termine del periodo di attualizzazione dei flussi (*terminal value*).

I flussi finanziari da considerare devono essere **disponibili** e prelevabili, dopo avere effettuato gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale. L'elemento centrale di tale metodo di valutazione, infatti, è la natura monetaria del reddito, un reddito che si può prelevare senza compromettere l'equilibrio operativo-finanziario aziendale.

Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante; al termine del periodo di previsione esplicita, cioè quando si ipotizza un quadro stabilizzato, è preferibile tornare alla configurazione di un risultato reddituale distribuibile; in questi casi il valore terminale⁵ a regime previsto dal metodo D.C.F. risulta tipicamente dalla attualizzazione di un risultato economico disponibile di lungo periodo, al netto del *reinvestment rate* (PIV III.3.32). Nelle situazioni non stabilizzate si dovrà prestare particolare cura nella stima del valore terminale fondata su flussi di cassa anziché su flussi di reddito (III.1.32). Nelle situazioni stabilizzate e stazionarie, invece, non c'è sostanziale differenza tra flussi di reddito disponibile e flussi monetari disponibili (PIV III.1.32), e quindi il metodo finanziario e quello reddituale coincidono.

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari richiedono una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo, e quindi richiede la disponibilità di un *business plan* definito per tale periodo (PIV III.1.35). In genere il piano, che dovrebbe estendersi sino alla stabilizzazione dei *driver* di valore (Nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, k_e e *wacc*), viene elaborato dal *management* dell'azienda da valutare, sulla base delle loro ipotesi e migliori stime; se il piano non è sufficientemente lungo può essere esteso, dal *management*, con un'estrapolazione basata su ipotesi ragionate; occorre però accertare le finalità per il quale il piano è stato redatto (incentivi, accessi al credito, espressione delle strategie che si vogliono perseguire o semplice previsione di possibili risultati, ecc.), se è stato formalmente approvato dall'azienda e se la sua estensione sia anch'essa condivisa e comunque quale sia la fonte di formulazione e approvazione del piano (PIV III.1.36).

Ai fini della loro attualizzazione si assume che i flussi di cassa considerati siano posticipati ed istantanei, cioè disponibili in una unica soluzione alla fine di ciascun anno (PIV 1.19.1).1

La formula con cui si identifica il "**metodo di valutazione finanziario**" è la seguente:

Versione Asset side

$$V_a = \sum_1^n F_{0t}(1 + K)^{-t} + V_{0n}(1 + wacc)^{-n}$$

V_a = è il valore del Capitale operativo (*Asset side*)

⁵ Il valore finale è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. Cfr. AA.VV. "Guida alla valutazione" Borsa Italiana, 2004, pag 17, consultabile all'indirizzo internet: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf>

- F_0 = sono i flussi monetari operativi netti *unlevered*
 $wacc$ = è il costo medio ponderato del capitale investito
 n = è il numero di anni di previsione esplicita dei flussi di cassa F_0
 Vo_n = è il valore residuo dell'azienda al termine del tempo n

Il valore così determinato, è poi oggetto di integrazioni in funzione di vari fattori tra cui:

- la **posizione finanziaria netta** esistente alla data della valutazione; in tale P.F.N. sono state incluse anche le quote residue sui leasing determinate sulla base dello las 17; se il Flusso di cassa operativo è al lordo dell'accantonamento TFR, allora nella posizione finanziaria netta va incluso anche il Fondo TFR;
- il valore di partecipazioni non consolidate, escluse dalla valorizzazione dei flussi (PIV III.1.35);
- il valore di eventuali **beni non operativi**⁶ presenti nel complesso aziendale da valutare;
- eventuali interessi di terzi.

Nella presente versione *Asset side* (forse la più utilizzata nella prassi) come F_0 vengono assunti gli *unlevered cash flow*, esemplificativamente così determinati:

Fatturato
- Costi della produzione
= Risultato Operativo (EBIT)
- imposte sull'EBIT
+ Ammortamenti
+ Accantonamenti e altre poste non monetarie
= Flusso di circolante della gestione corrente
± variazione di capitale circolante netto
± variazione di capitale fisso (investimenti)
= **Flusso di cassa operativo netto (free cash flow per l'azienda)**

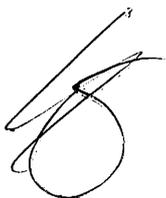
24

Quindi F_0 sono i flussi monetari operativi *unlevered* al netto delle imposte che la società pagherebbe se non fosse indebitata.

Per la determinazione del **tasso** con cui attualizzare gli *unlevered cash flow* in genere viene utilizzato il *w.a.c.c.* (*weighed average costo of capital*), ovvero il "costo ponderato del capitale investito medio". Il tasso da adottare, infatti, deve almeno essere pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare sia dei capitali di terzi finanziatori che quelli forniti dagli azionisti. Il costo medio ponderato del capitale investito è un tasso rappresentativo del costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, mediate in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria. Poiché in genere il *w.a.c.c.* assume valori diversi ogni anno, il flusso di cassa di ciascun anno viene attualizzato al *w.a.c.c.* medio del periodo: al flusso di cassa del primo anno si applica il *w.a.c.c.* del primo anno, a quello del secondo anno, il *w.a.c.c.* medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.) / 2]$, e così via. Il valore residuo aziendale " Vo_n ", viene attualizzato al *w.a.c.c.* medio di tutti gli anni considerati. Spesso nella prassi si adotta un unico *wacc* medio anche per l'attualizzazione dei flussi relativi al periodo di previsione esplicita.

Per la scelta dell'orizzonte temporale " n " in genere si fa riferimento alla durata dei piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa prospettici, e che dovrebbero riguardare tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, sino all'entrata "a regime".

⁶ Trattasi dei cosiddetti *surplus assets*, ovverosia di quelle attività che la società detiene, ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi e che pertanto occorre considerare separatamente.



La stima del **valore terminale** si presenta molto delicata, in quanto si fonda sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione esplicita, l'azienda raggiunga una fase "inerziale", in cui si stabilizzano i *driver* di valore (nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, ke e wacc).

Il valore terminale in genere è calcolato attualizzando per un tempo, in genere illimitato, il flusso sostenibile (cioè al netto del reinvestimento) di lungo periodo (ad esempio il reddito netto per valutazioni *Equity side* o N.o.p.a.t. per valutazioni *Asset side*), che si ritiene l'azienda sia ancora in grado di produrre dopo il periodo "n", eventualmente con un tasso di crescita **g** coerente con i fondamentali; in assenza della stima di tali flussi o redditi, in genere si fa riferimento al valore che essi assumono all'anno "n", ma tale pratica può non essere appropriato se le variabili **IR**, **g** e **N.o.p.a.t.** non sono stabilizzate (PIV III.1.37).

E' molto importante che ci sia coerenza nella stima del tasso di crescita **g**, sulla base della formula (PIV III.1.36):

$$g = IR \times ROIC$$

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di reinvestimento degli utili

ROIC = rendimento el Capitale operativo (Nopat/CO)

Cioè un'azienda che reinveste il 20% del Nopat ed ha un ROIC prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 3%; nel lungo periodo è in genere da escludere che il tasso di crescita superi quello del settore (PIV III.1.36) il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale (PIV III.1.37); quindi la stima del saggio **g** richiede uno sforzo sul fronte dell'analisi fondamentale (prospettive settore, prospettive azienda e sua crescita storica, barriere entrata, concorrenzialità, ecc.) per stimare la durata dei vantaggi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

Nelle situazioni non stabilizzate si dovrà prestare particolare cura nella stima del valore terminale fondata su flussi di cassa anziché su flussi di reddito (III.1.32).

In genere i tassi di calcolo ed attualizzazione della rendita sono gli stessi precedentemente utilizzati per attualizzare i flussi monetari, ed in particolare si utilizza il tasso medio di tutti gli anni considerati. Tuttavia, poiché i flussi di risultato posti al numeratore della formula di capitalizzazione sono diminuiti del tasso di reinvestimento **IR**, allo stesso modo il tasso di attualizzazione posto al denominatore della formula, viene diminuito di **g** (PIV III.1.37).

Il valore terminale può, in alternativa, essere calcolato utilizzando un moltiplicatore in uscita.

Attenzione ancora maggiore va prestata quando il valore residuo aziendale (*terminal value*) ha un forte peso sul risultato finale, anche per effetto di flussi di risultato a regime ben superiori a quelli correnti; il confronto del *terminal value* così determinato, con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili può consistere in un utile controllo (PIV III.1.37). Deve trattarsi di multipli *forward* e non correnti, in quanto questi ultimi incorporano prospettive di crescita che a fine piano potrebbero essere esaurite, oppure si selezionano aziende che mostrano una fisionomia simile a quella futura dell'azienda da valutare (PIV III.1.37).

ALTERNATIVA

Versione *Equity side*

$$V_e = \sum_1^n F_{e_t}(1 + K_e)^{-t} + V_{e_n}(1 + K_e)^{-n}$$

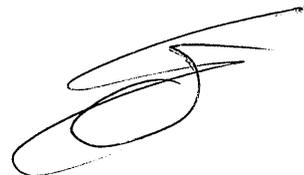
V_e = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)

F_e = sono i flussi monetari disponibili per gli azionisti

K_e = costo dei mezzi propri

n = è il numero di anni di previsione esplicita dei flussi di cassa **F_e**

V_{e_n} = è il valore residuo dell'azienda al termine del tempo **n**



Il valore così determinato, è poi in genere oggetto di integrazioni in funzione di vari fattori tra cui:

- il valore di partecipazioni non consolidate, escluse dalla valorizzazione dei flussi (PIV III.1.35);
- il valore di eventuali **beni non operativi** (Surplus Asset) presenti nel complesso aziendale da valutare;
- eventuali interessi di terzi.

Nella versione *Equity side* come F_e vengono assunti i *levered cash flow*; quindi il valore economico dell'azienda è costituito dal valore attuale dei flussi monetari incrementali che un generico investitore può attendersi dal suo possesso. I flussi monetari disponibili sono costituiti dalla quota parte di redditi futuri che può essere messa a disposizione degli azionisti come dividendi, senza intaccare o alterare l'equilibrio operativo e finanziario dell'impresa. Per determinarli è necessario ricorrere ad uno schema di ricostruzione dei flussi, tipo il seguente:

Fatturato
- Costi della produzione
= Risultato Operativo (EBIT)
- imposte sull'EBIT
+ Ammortamenti
+ Accantonamenti e altre voci non monetarie
= Flusso di circolante della gestione corrente
± variazione di capitale circolante netto
± variazione di capitale fisso (investimenti)
= **Flusso di cassa operativo (free cash flow per l'azienda)**
± oneri / proventi finanziari
± accensione / rimborsi di finanziamenti
= **flusso di cassa disponibile (detto anche "free cash flow" per l'azionista)**

26

Nel caso del *levered cash flow*, come tasso in genere viene utilizzato il K_e (*levered*), ovvero il "costo figurativo del capitale proprio" calcolato con il modello denominato *Capital Asset Pricing Model* (C.a.p.m.), in base alla quale K_e rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda. I flussi di ciascun anno vengono attualizzati utilizzando i K_e medi del periodo.

Per la scelta dell'orizzonte temporale "n" in genere si fa riferimento alla durata dei piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa prospettici, e che dovrebbero riguardare tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, sino all'entrata "a regime".

La stima del **valore terminale** si presenta molto delicata, in quanto si fonda sull'ipotesi che, al termine del periodo di previsione esplicita, l'azienda raggiunga una fase "inerziale", in cui si stabilizzano i *driver* di valore (nopat, ROIC cioè Nopat/CO, IR, ke e wacc).

Il valore terminale in genere è calcolato attualizzando per un tempo, in genere illimitato, il flusso sostenibile (cioè al netto del reinvestimento) di lungo periodo (ad esempio il reddito netto per valutazioni *Equity side* o N.o.p.a.t. per valutazioni *Asset side*), che si ritiene l'azienda sia ancora in grado di produrre dopo il periodo "n", eventualmente con un tasso di crescita **g** coerente con i fondamentali; in assenza della stima di tali flussi o redditi, in genere si fa riferimento al valore che essi assumono all'anno "n", ma tale pratica può non essere appropriato se le variabili **IR**, **g** e **N.o.p.a.t.** non sono stabilizzate (PIV III.1.37).

E' molto importante che ci sia coerenza nella stima del tasso di crescita **g**, sulla base della formula (PIV III.1.36):

$$g = IR \times ROIC$$

dove

g = saggio di crescita

IR = tasso di reinvestimento degli utili

ROIC = rendimento el Capitale operativo (Nopat/CO)

Cioè un'azienda che reinveste il 20% del Nopat ed ha un ROIC prospettico del 15% dovrebbe avere un tasso di crescita del 3%; nel lungo periodo è in genere da escludere che il tasso di crescita superi quello del settore (PIV III.1.36) il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale (PIV III.1.37); quindi la stima del saggio **g** richiede uno sforzo sul fronte dell'analisi fondamentale (prospettive settore, prospettive azienda e sua crescita storica, barriere entrata, concorrenzialità, ecc.) per stimare la durata dei vantaggi competitivi aziendali (PIV III.1.37).

Nelle situazioni non stabilizzate si dovrà prestare particolare cura nella stima del valore terminale fondata su flussi di cassa anziché su flussi di reddito (III.1.32).

In genere i tassi di calcolo ed attualizzazione della rendita sono gli stessi precedentemente utilizzati per attualizzare i flussi monetari, ed in particolare si utilizza il tasso medio di tutti gli anni considerati. Tuttavia, poiché i flussi di risultato posti al numeratore della formula di capitalizzazione sono diminuiti del tasso di reinvestimento **IR**, allo stesso modo il tasso di attualizzazione posto al denominatore della formula, viene diminuito di **g** (PIV III.1.37).

Il valore terminale può, in alternativa, essere calcolato utilizzando un moltiplicatore in uscita.

Attenzione ancora maggiore va prestata quando il valore residuo aziendale (*terminal value*) ha un forte peso sul risultato finale, anche per effetto di flussi di risultato a regime ben superiori a quelli correnti; il confronto del *terminal value* così determinato, con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili può consistere in un utile controllo (PIV III.1.37). Deve trattarsi di multipli *forward* e non correnti, in quanto questi ultimi incorporano prospettive di crescita che a fine piano potrebbero essere esaurite, oppure si selezionano aziende che mostrano una fisionomia simile a quella futura dell'azienda da valutare (PIV III.1.37).

27

4.1.5. Il metodo dei Multipli: profili teorici

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

Si può fare riferimento sia alle quotazioni del mercato borsistico ufficiale, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di M.&A., formati in condizioni normali di mercato. Hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o da transazioni comparabili (III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti di minoranza;

In generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (III.1.40). Tuttavia, applicando i dovuti correttivi, nella valutazione di una società non quotata, possono essere applicati i parametri estrapolati dall'analisi di società quotate (o comunque largamente negoziate) operanti nel medesimo settore o in settori affini ed aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti simili a quelli attesi, e parità di rischio.

In generale, inoltre, attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (Piv 1.15.3).

In sintesi, con il metodo in argomento vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione. Il multiplo di indicatori economici o patrimoniali o finanziari hanno valenza maggiore rispetto a quelli di meri parametri operativi (i quali esprimono la capacità produttiva o commerciale): questi ultimi, infatti, sono da intendersi indici grezzi indicativi e non strumenti di valutazione perché si basano su fattori di input e non di output (Piv III.1.38).

E' ovviamente necessario motivare le scelte del multiplo utilizzato, le modalità di determinazione e la formazione del campionamento (III.1.39).

In genere, per il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile, ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei valori medi del campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore significatività all'interno del campione stesso. Nell'uso di multipli medi, è necessario specificare se trattasi di media semplice, mediana o media armonica (Piv III.1.38).

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda, o un campione di aziende, comparabili, possono essere riassunte in:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione analoga
- struttura del capitale e rischio finanziario simile
- stadio di vita affine

Il multiplo in genere viene calcolato sulle grandezze esaminate riferite all'ultimo esercizio. Se si considerano anche quelle di esercizi precedenti è preferibile attribuire loro un peso ponderato diverso.

Nella prassi, il "multiplo di mercato" più frequentemente usato è il rapporto prezzo/utili, in quanto piuttosto intuitivo e semplice da calcolare, anche se rischia di non tenere conto di ipotesi di crescita e di dividendo.

I multipli basati sull'*enterprise value* maggiormente utilizzati sono EV/Fatturato, EV/MOL, EV/R.O.

4.1.6. Il metodo Patrimoniale: profili teorici

Il valore generale del capitale economico dell'azienda **MULTISS S.P.A.** è stato determinato attraverso l'utilizzo del criterio **Patrimoniale semplice**, con il quale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio. In particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

E' il risultato del procedimento di ricostruzione del patrimonio netto aziendale, ottenuto adeguando i valori contabili a quelli correnti di sostituzione. In presenza di costi capitalizzati per l'acquisizione o formazione di beni immateriali il metodo patrimoniale semplice si limita ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva. Il metodo patrimoniale complesso, invece, mira a stimare analiticamente il valore di tali elementi immateriali, ed anche di quelli non rappresentati in bilancio, evitando, ovviamente, il rischio di duplicazioni di valutazione con l'avviamento.

Nella valutazione è necessario includere anche passività potenziali non incluse in bilancio.

Le partecipazioni vanno valutate come elementi patrimoniali autonomi, a meno che esistano notevoli interconnessioni economiche, nel qual caso va formulata una stima consolidata anche sul piano patrimoniale.

Se vengono rilevati beni immateriali ammortizzabili non inclusi in bilancio, nella stima si possono anche includere benefici fiscali, se ciò è consentito dalle norme fiscali.

Tra le passività vanno inclusi gli oneri fiscali dovuti sulle plusvalenze nette accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati tenendo conto delle aliquote fiscali e della probabilità e tempistica di effettiva loro manifestazione.

Il criterio di valutazione Patrimoniale è di tipo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione patrimoniale semplice", è la seguente:

$$Ve = K$$

Ve = valore economico dell'azienda (*Equity side*)



K = valore patrimoniale rettificato

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione patrimoniale complesso", è la seguente:

$$Ve = K + I$$

Ve = valore economico dell'azienda (*Equity side*)

K = valore patrimoniale rettificato

I = valore degli elementi immateriali (*intangible*) trasferibili indipendentemente dall'azienda.

La analitica determinazione sia di "K" verrà esplicitata nel successivo paragrafo 4.3.2.

4.2.1. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili. Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per completezza nell'analisi, in ottemperanza dell'incarico affidato, sono stati analizzati e calcolati i valori derivanti dalle principali metodologie di valutazione per poi concentrarsi a determinare il valore della Società attraverso la metodologia prescelta come la più coerente per l'obiettivo richiesto.

29

Proprio la scelta della metodologia da applicare risulta essere l'elemento determinante per la valutazione della Multiss S.p.A.; in quanto tale scelta deve essere coerente con la natura dell'Azienda e deve rappresentare le particolarità e i fattori caratterizzanti la stessa.

In particolare non saranno effettivamente coerenti le metodologie che si basano su valori reddituali. Infatti come esaminato precedentemente, seppur la Società presenti un reddito costante, ad eccezione dell'anno 2020 caratterizzato da ricavi aggiuntivi per le sanificazioni Covid, le altre condizioni che regolano i flussi reddituali non seguono logiche tipiche del mercato e non sono costanti.

Infatti se il management dell'Azienda lavora ed è strutturato con criteri innovativi e di buona organizzazione, propria di un'economia di mercato, altre criticità limitano l'operato dell'Azienda, a partire dalle stesse caratteristiche dei principali contratti in essere, sia per la durata, per la committenza, per le scelte strategiche e per la possibilità di scelta dei clienti a cui rivolgersi.

In merito al primo aspetto, la durata dei contratti gestiti dalla Società è limitata al breve periodo e pertanto non permette di programmare delle politiche reddituali di medio periodo che consentirebbero una valutazione dell'avviamento prospettico della Società.

Ad onor del vero, tali contratti sono stati sempre oggetto di rinnovo nel tempo, ma di anno in anno e senza la certezza di operatività nel medio-lungo periodo.



Per quanto riguarda i clienti, la Società è limitata nella scelta, infatti opera prevalentemente per la Provincia di Sassari e per gli Enti territoriali ad essa collegati. Pertanto le scelte strategiche, soprattutto relative ai servizi da fornire sono condizionate dalle scelte politiche, sia in merito a quelli da affidare a Multiss, sia per la temporalità ed il periodo di erogazione dei servizi stessi.

Il cliente principale, anche obbligatoriamente per normativa, è la Provincia di Sassari e raramente la Multiss si è offerta nel mercato privato a proporre i propri servizi, che potrebbero comunque avere grande richiesta ed elevata marginalità, come avvenuto ad esempio nel 2020 per le sanificazioni. Tale constatazione è ovviamente in contrasto con la ricerca di una migliore marginalità e pertanto non è coerente valutare l'azienda con il metodo reddituale.

Altro fattore fondamentale che inficia i metodi reddituali è la marginalità ricercata dalla Multiss nell'erogazione dei propri servizi. Infatti la Società in esame, essendo stata concepita come società in house della Provincia di Sassari, svolge i propri servizi affidati dalla committente con un'organizzazione propria di azienda che opera sul mercato, ma con una politica di pricing sufficiente al raggiungimento del break even aziendale e non alla massimizzazione della redditività.

L'obiettivo dichiarato della Società è quello di migliorare i servizi erogati mantenendo un equilibrio aziendale ottimale, non quello di incrementare gli utili.

E' facile verificare che molti servizi realizzati dalla Multiss risultano essere gestiti con politiche di prezzo inferiori ai prezzi di mercato ed agli accordi Consip. Per tali motivi, una valutazione con metodologie reddituali o che prendono in considerazione il valore dell'avviamento sarebbero fuorivianti allo scopo di determinare esattamente il valore dell'azienda.

Le metodologie basate sui flussi finanziari, seppur oramai considerate in maniera meno favorevole dalla dottrina, non si applicano perfettamente con le caratteristiche della Società in esame.

Infatti la Multiss S.p.A. realizza solo il budget economico previsionale e non quello patrimoniale e pertanto la rilevanza dell'evoluzione dei crediti e dei debiti, nonché del magazzino e dello sviluppo delle attività patrimoniali non possono essere determinate per l'assenza di tale documento previsionale.

In ogni caso le limitazioni e le incertezze già evidenziate per i metodi reddituali risultano essere determinanti anche nelle valutazioni dei crediti e dei debiti, derivando dal rapporto con il cliente principale, sia per quanto riguarda l'entità delle somme sia per i tempi di incasso delle prestazioni e dei contratti di cui si è già detto.

Per quanto esposto sinteticamente, l'unica metodologia che risulterà essere obiettiva e funzionale all'incarico affidato è quella del metodo patrimoniale, e tra i vari metodi, quello più rispondente all'obiettivo prefissato è il **metodo patrimoniale semplice**.

Il metodo patrimoniale complesso e il metodo misto, invece, che prevedono la valutazione del valore patrimoniale dell'azienda e del suo avviamento risentono delle stesse problematiche evidenziate precedentemente per effetto del calcolo dell'avviamento stesso.

L'avviamento di un'azienda è determinato dalla capacità reddituale prospettica della stessa, che per le motivazioni precedentemente esposte, per l'Azienda in esame, non può essere correttamente determinato con criteri di mercato. Inoltre non sarebbe un avviamento proprio del mercato, in quanto la Multiss non opera nel mercato libero ma come società *in house* della Provincia.

Per tali motivazioni si escludono i metodi patrimoniale complesso e misto, e anche da tale analisi si predilige il **metodo patrimoniale semplice**.

4.2.2. Coerenza della scelta effettuata

La scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste, innanzitutto, nel tener conto che non sono presenti piani previsionali patrimoniali di medio lungo termine che impediscono pertanto l'utilizzo di metodi finanziari basati sulla stima dei flussi futuri.

Come si è detto la Società opera prevalentemente per la Provincia di Sassari, Ente controllante. Il suo fine principale non è il massimo profitto e pertanto, ad eccezione del 2020 che presenta una quota di ricavi di natura eccezionale, i redditi sono piuttosto bassi e inferiori alla media di mercato.

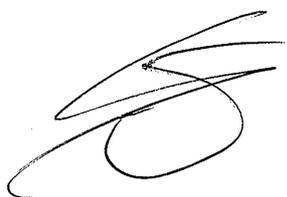
Tale constatazione, pertanto, preclude o sconsiglia anche l'utilizzo di metodi reddituali e metodi misti patrimoniali e reddituali.

La scelta del metodo **patrimoniale semplice**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con le caratteristiche proprie dell'azienda, ovvero caratterizzata da una buona struttura patrimoniale, ma da ridotti risultati economici, in quanto l'obiettivo della gestione consiste nella buona esecuzione dei servizi richiesti garantendo l'equilibrio di bilancio.

4.2.3. Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate paragrafo 1.4.2;
- eventuali normative di sfavore per le società in house;
- scelte politiche discontinue rispetto alle scelte attuali.



4.3 SVILUPPO DELLE METODOLOGIE

Nella prima fase del processo valutativo sono stati preparati tutti gli elementi e le variabili necessarie per il successivo sviluppo della valutazione vera e propria: normalizzazione dei flussi di risultato, revisione a valori correnti del patrimonio netto, determinazione dei tassi di valutazione e di eventuali premi e sconti.

Come precedentemente esposto si procede alla valutazione applicando spiegando le varie metodologie.

4.3.1. La Normalizzazione degli aggregati economici

In assenza della disponibilità di *Business plan* e Piani previsionali patrimoniali, ed atteso che la società in argomento è in una situazione a regime, con risultati consolidati nel tempo, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato normalizzando i risultati del periodo più recente (quello al 31/12/2020).

Nel presente paragrafo si è quindi proceduto a normalizzare i flussi di risultato economici, cioè i Risultati d'esercizio storici, depurandoli da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore "reddito sostenibile di lungo periodo".

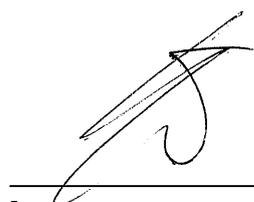
32

In particolare, sono stati oggetto di riallineamento:

- i componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati eliminati i ricavi generati nel 2020 e derivanti dalle sanificazioni in quanto, per la loro natura casuale, non sono assumibili in questa analisi per la determinazione della redditività aziendale;

Si riporta di seguito il risultato di tale processo, precisando che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione di componenti reddituali estranei alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura non ordinaria. Non si è proceduto alla contabilizzazione dei leasing con il metodo finanziario in considerazione della scarsa significatività delle differenze riscontrate rispetto alla contabilizzazione con il metodo patrimoniale correntemente utilizzato.

Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'esercizio al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota Ires pari al 24,0% ed un'aliquota Irap pari al 3% ove le poste eliminate abbiano avuto rilevanza ai fini di detta imposta.



⁷ L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, sottraendo elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza. Vedasi D. BALDUCCI *La Valutazione dell'Azienda*, Edizioni FAG Milano, 2008, pag. 197.

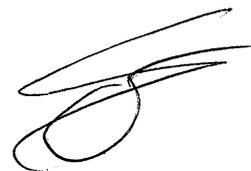
Normalizzazione dei Risultati Economici netti civilistici

	31/12/19	31/12/20	31/12/21
RISULTATO ESERCIZIO	19.877	329.288	33.318
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0
-Amm.ti e Acc.ti	0	0	0
-Rettifiche a Valutaz.	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	-353.337	0
-Eventi straordinari	0	0	0
-Altro	0	-353.337	0
ALTRE RETTIFICHE			
-Rettifiche Amm.ti per Inflazione	0	0	0
EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE	0	107.443	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	19.877	83.394	33.318
Correttivo inflazione	99	99	100
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	20.077	83.813	33.318
Ponderazione	0	0	0

33

VALORI MEDI PONDERATI	Storico Nominale	Previsionale	Medio
REDDITO NORMALIZZATO	45.530	ND	45.530

A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **Risultato netto normalizzato** che è stato assunto nella presente valutazione è pari a **€ 45.530**



4.3.2. Ricostruzione del Capitale netto espresso a valori correnti

Si procede ora alla valutazione del patrimonio netto rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio patrimoniale semplice/complesso, in particolare mediante:

- la verifica della consistenza delle poste attive;
- la verifica delle poste passive, incluse quelle potenziali;
- la riespressione a valori correnti delle poste attive o passive, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Pertanto, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili di attività e passività sono stati sottoposti ad opportune rettifiche ed integrazioni. Le attività svolte hanno anche riguardato:

- l'analisi dei documenti inventariali relativi alle poste attive iscritte in bilancio;
- la verifica della esigibilità dei crediti;
- la consistenza di garanzie attive;
- l'esistenza di attività e passività non contabilizzate;
- l'esistenza di passività potenziali.

Come già spiegato nel paragrafo 1.4.2, il sottoscritto non ha effettuato attività di *audit* e/o revisione contabile, ma si è limitato ad analizzare la documentazione con il necessario spirito critico ad acquisire assunzioni di responsabilità della Direzione aziendale in ordine alla completezza ed accuratezza delle informazioni ed elementi forniti al sottoscritto.

Successivamente si è proceduto alla stima a valori correnti delle attività materiali.

34

STIMA DEI BENI MATERIALI

Come già indicato nel paragrafo 1.3, per la valutazione dell'immobile di Sassari si è ricorso ad una perizia tecnica considerata ancora valida e che ha portato ad un valore di Euro 1.269.025. L'immobile di Tempio, essendo acquistato nel 2018 si è assunto come valore corrente quello sostenuto nel 2018 per l'acquisto, ovvero di Euro 92.909.

FISCALITA' LATENTE

Nella valutazione attraverso il criterio patrimoniale vanno inclusi gli oneri fiscali dovuti alle plusvalenze nette accertate e/o i crediti fiscali sulle minusvalenze nette, calcolati tenendo conto delle aliquote fiscali e della probabilità e tempistica di effettiva loro manifestazione.

I plusvalori rilevati nell'ambito della valutazione delle quote sociali, vengono in genere ridotti per tenere conto dei carichi fiscali latenti. Si tratta, a evidenza, di carichi potenziali, così come potenziali sono i plusvalori a cui si riferiscono. E' tuttavia indispensabile evidenziare tali elementi correttivi dal momento che, all'atto dell'eventuale realizzazione dei valori positivi, insorge in modo automatico, e con preciso rapporto di causa-effetto, l'obbligo di sopportare oneri fiscali.

Alla luce di quanto esposto, la fiscalità differita viene assunta nella seguente misura:

Voci rivalutate	Valore fiscale	Valore mercato	Maggior valore	Fiscalità latente
Immobiliie Sassari	734.934	1.269.025	534.091	144.205
Immobile Tempio	83.153	92.909	9.756	2.634
Totali	818.087	1.361.934	543.847	146.839

Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

Al termine del descritto procedimento, lo Stato Patrimoniale espresso a valori correnti risulta pertanto il seguente:

ATTIVITA'	Valore contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.736.513		2.280.360
Terreni	0	0	0
Immobili Operativi	818.087	543.847	1.361.934
Beni Mobili Operativi	918.426	0	918.426
Beni non Operativi	0	0	0
IMMOBILIZZ. IMMATERIALI	83.524		83.524
Brevetti, Marchi, Software	0	0	0
Spese Pubblicitarie	0	0	0
Studi e Ricerche	0	0	0
Sp. Impianto, Avviam., Altri	83.524	†	83.524
IMMOBILIZZ. FINANZIARIE	0		0
Partecipazioni - Quote - Titoli	0	0	0
Mutui e Crediti Finanziari	0	0	0
Altre Attivita' > 12 mesi	0	0	0
MAGAZZINO	314.474		314.474
Materie Prime e Imballaggi	314.474	0	314.474
Prodotti in Corso – Semil.	0	0	0
Prodotti Finiti	0	0	0
DISPONIBILITA' E LIQUIDITA'	2.584.626		2.584.626
Crediti verso Clienti	2.167.140	0	2.167.140
Anticipi Forniture Merci	0	0	0
Anticipi Forniture C/Capitale	0	0	0
Erario Conto/Iva	0	0	0
Crediti Diversi	243.117	0	243.117
Ratei Attivi	18	0	18
Risconti Attivi	153.111	0	153.111
Crediti v/soci per Versamenti	0	0	0
Investimenti a Breve	0	0	0
Banche c/c Attivi	20.663	0	20.663
Cassa	577	0	577
Totale Attività	4.719.137		5.262.984

35

PASSIVITA'	Valore contabile	Rettifiche	Valore corrente
FONDI RISCHI E SPESE	345.064		345.064
Altri Fondi Spese e Rischi >12	0	0	0
Debiti Tributari	102.688	0	102.688
Fondo T.F.R.	242.376	0	242.376
DEBITI MEDIO-LUNGO TERMINE	0		0
Mutui e Debiti Finanziari	0	0	0
Altri Debiti > 12 mesi	0	0	0
DEBITI CORRENTI	2.181.105		2.181.105
Fornitori Operativi	821.717	0	821.717
Anticipi da Clienti	0	0	0
Erario Conto Iva	0	0	0
Debiti Diversi – Fornitori Vari	913.058	0	913.058
Finanziam. Vari e c/Anticipi	0	0	0
Ratei Passivi	7.683	0	7.683
Risconti Passivi	238.585	0	238.585
Banche c/c Passivi	200.062	0	200.062
Totale Passività	4.719.137		5.262.984

	Valore contabile	Rettifiche	Valore corrente
PATRIMONIO NETTO	2.192.968	543.847	2.736.815

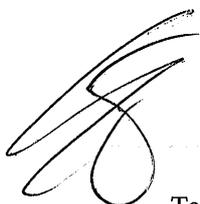
36

4.3.3. La determinazione dei tassi di valutazione

I tassi di valutazione sono stati utilizzati e stimati per i metodi reddituale e misto patrimoniale-reddituale. Anche se tali metodi non sono stati selezionati, il sottoscritto ha comunque elaborato e analizzato tali valutazioni, pertanto di seguito si riportano le varie metodologie utilizzabili.

Per la costruzione dei tassi di valutazione è stata eseguita una prima valutazione e successivamente si è verificata l'attendibilità con altri metodi, come il costo medio del capitale, che nel caso in esame coincide con il costo del capitale proprio, non essendo presenti fonti di debito finanziario.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il premio per il rischio, ovvero il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda. Tale nozione di tasso è l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio d'impresa, con l'aspettativa di ricevere una remunerazione del capitale investito perlomeno uguale a quella che otterrebbe investendo in titoli a basso rischio, e, in aggiunta, quella relativa al mercato/settore specifico in cui effettua il proprio investimento.



Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrezionalità è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'analisi.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione è stato innanzitutto osservato il principio della coerenza dei tassi con i flussi di risultato prospettici normalizzati.

Il metodo più utilizzato, nelle valutazioni d'impresa, per incorporare, nel valore attuale, il "premio del rischio", è l'attualizzazione aggiustata per il rischio (R.A.D.⁸), mediante il quale il flusso di risultato atteso viene scontato sommando il "premio per il rischio" al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.11); questo tasso si chiama "tasso aggiustato per il rischio" o "tasso di valutazione" "r". Nelle valutazioni **equity side** vanno utilizzati tassi di sconto che esprimano il "costo opportunità dei mezzi propri", mentre per valutazioni di tipo **asset side** si utilizza il "costo medio ponderato del capitale" (WACC) (PIV 1.21 note).

Pertanto, nel rispetto di questi principi, il tasso è stato determinato attraverso il costo medio ponderato del capitale, il **WACC** (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D + E)} + Kd(1 - t) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

Ke = è il costo figurativo del capitale proprio

E = patrimonio netto (equity)

D = indebitamento finanziario netto (Debt)

Kd = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il costo medio ponderato del capitale investito è un tasso rappresentativo del costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, mediate in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria. Il tasso da adottare deve, quindi, essere almeno pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare sia dei capitali di terzi finanziatori che quelli forniti dagli azionisti.

In primo luogo si è proceduto con il calcolo del **Ke**, ovvero il "costo figurativo del capitale proprio", che rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda.

Per la determinazione del **costo del capitale proprio (Ke)** è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model)⁹, che è un esempio di modello per il calcolo del "tasso aggiustato per il rischio" con criteri di oggettività (PIV 1.19.13).

Questo modello statistico, esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$Ke = Rf + [Rm - Rf] * \beta$$

dove:

Rf = tasso privo di rischio

Rm = rendimento atteso del portafoglio di mercato di riferimento

⁸ Dall'acronimo inglese che definisce il *Risk Adjusted Rate of Return*. Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende", Egea, Milano, 2005, pag. 296.

⁹Il C.A.P.M. è un modello di equilibrio dei mercati finanziari che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo opportunità del capitale. Cfr. GUATRI BINI, *op. cit.*

$R_m - R_f$ = premio per il rischio del portafoglio di mercato (*Equity Risk Premium*)
 β = coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

Il tasso privo di rischio, R_f , è stato quantificato con riferimento al rendimento lordo dei Buoni del Tesoro Poliennali decennali con scadenza 10 anni (fonte www.dt.mef.gov.it).

Il **premio per il rischio** (*Equity Risk Premium*), viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di Borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. Il premio per il rischio (*Equity Risk Premium*) è stato determinato facendo riferimento alla banca dati specializzata Aswath Damodaran (www.stern.nyu.edu).

Il **coefficiente β** , infine, esprime il premio al rischio dello specifico settore e misura quindi la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è non diversificabile. Il fattore β dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio).

La formula con cui si calcola il β è la seguente:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove:

β = è la misura del rischio sistematico

σ = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) dell'attività da valutare

σ_M = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato

ρ = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

38

Il coefficiente β può assumere i seguenti valori:

Beta >1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato
0 > Beta >-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta
Beta <-1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso

Il coefficiente β può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa.

Nel caso in esame, essendo l'azienda non collocata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate comparabili per settore di attività e di rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore **β unlevered**, cioè il fattore β depurato dalla struttura finanziaria, che tiene conto solo delle caratteristiche del settore.

Il Beta assunto dalla fonte specializzata è 1,08 riferito al settore Costruzioni (Homebuilding).

Il **Ke** cui si perviene è pertanto pari a 6,5%

Il **costo dell'indebitamento (Kd)**, è stato inteso come il tasso di mercato che l'azienda sosterebbe per ottenere un nuovo finanziamento a medio lungo termine.

Saggio di redditività normale del settore

Con il metodo empirico il tasso i è individuato in riferimento ai seguenti fattori:

- remunerazione reale di un investimento privo di rischi (*free risk*);
- remunerazione del rischio d'impresa (*market premium*).

Nel metodo reddituale, per il primo valore si è considerato il tasso dello 2,14%, rappresentato dal rendimento offerto dai Buoni poliennali del tesoro a 10 anni scadenza, dell'ultima asta del 31-03-2022. Per il secondo, nel caso in esame, la struttura, i risultati dell'azienda e la consolidata presenza sul mercato, inducono a stimare un livello di rischiosità contenuto al 4%; il quale sommato al precedente fornisce un tasso aggregato pari al 11,54% (con l'inflazione attesa del 5,4% come risulta dal Documento di Economia e Finanza – DEF 2022).

Nel metodo misto patrimoniale-reddituale si è utilizzato un tasso di rendimento normale del 4,76%, dato dalla media della redditività del capitale proprio degli ultimi 5 anni valutati da uno studio sulle società in house pubblicato nel 2020¹⁰.

Tasso di attualizzazione

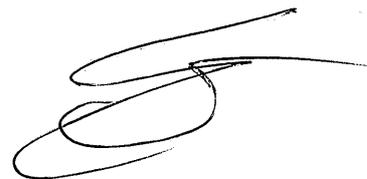
Il tasso di attualizzazione è rivisto come il saggio di interesse da utilizzarsi per ricondurre alla data della valutazione dell'azienda i sovraredditi che si realizzeranno in futuro. Il valore considera normalmente il rendimento di investimenti privi di rischio quali ad esempio i titoli di stato, pertanto, come in precedenza, si considera il tasso dello 2,14%, rappresentato dal rendimento offerto dai BTP a 10 anni. Si ricorda che l'elemento rischio d'impresa è già stato considerato nella scelta del tasso da applicare nella determinazione del reddito normale del settore.

Nel metodo misto si è utilizzato un tasso di attualizzazione del 11,54%.

39

4.3.4. La scelta dell'orizzonte temporale

Come per il tasso di interesse, il numero di anni per la valutazione nei metodi reddituale e misto patrimoniale-reddituale sono stati stimati anche se tali metodi non risultano adeguati all'azienda in esame. Per l'orizzonte temporale di riferimento si è scelta una durata media di 5 anni.



¹⁰ Società in house e performance economico patrimoniale: osservazioni sulla sostenibilità derivanti dall'analisi del trend di alcuni indici di bilancio. Pavia University press

4.3.5. Calcolo dei Risultati

METODO REDDITUALE

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il **metodo reddituale**:

Durata illimitata

$$Ve = \frac{R}{ke}$$

Durata limitata

$$Ve = Ra^{-nke}$$

R = reddito sostenibile = € 45.530 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.1)

ke = tasso di valutazione = 11,54% (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.3)

n = orizzonte temporale = 5 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.4)

In conclusione, dall'applicazione del metodo Reddituale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO REDDITUALE	
REDDITO SOSTENIBILE	€ 45.530
TASSO DI VALUTAZIONE:	11,54%
VALORE AZIENDALE	€ 166.011
N. azioni	30.000
VALORE AZIONE	€ 5,53



METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il metodo **misto patrimoniale reddituale**" (UEC):

$$Ve = K_0 + \sum_1^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t}$$

K₀ = patrimonio netto corrente = € 2.589.976 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.2)

R_t = reddito sostenibile = € 45.530 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.1)

i' = tasso rendimento normale = 4,76% (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.3)

i'' = tasso attualizzazione = 11,54% (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.3)

n = nr anni = 5 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.3.4)

In conclusione, dall'applicazione del metodo **misto Patrimoniale Reddituale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE	
A) PATRIMONIO NETTO CORRENTE	€ 2.589.976
B) AVVIAMENTO	€ -283.506
A+B = VALORE AZIENDALE	€ 2.306.470
N. azioni	30.000
VALORE AZIONE	€ 76,88



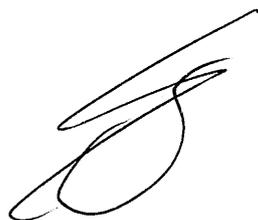
Multiss S.p.A. – Stima del valore economico del capitale

METODO PATRIMONIALE

Pertanto, dall'applicazione del **metodo Patrimoniale semplice** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO PATRIMONIALE SEMPLICE	
ATTIVITA'	5.262.984
Immobilizzazioni Materiali	2.280.360
Immobilizzazioni Immateriali	83.524
Immobilizzazioni Finanziarie	0
Rimanenze Magazzino	314.474
Disponibilità e liquidità	2.584.626
Effetto fiscale minusvalenze	0
PASSIVITA'	
Debiti a M/L non onerosi	242.376
Debiti a M/L onerosi	0
Fondi spese e rischi	0
Debiti correnti non onerosi	2.083.731
Debiti correnti onerosi	200.062
Fiscalità latente su plusvalenze	136.514
VALORE AZIENDALE	€ 2.589.976
N. azioni	30.000
VALORE AZIONE	€ 86,33

42



5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

5.1 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Il metodo adottato (metodo patrimoniale) si attesta sul valore di € 2.589.976.

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA MULTISS S.P.A.	
METODO ADOTTATO:	€ 2.589.976
VALUTAZIONE AZIENDALE FINALE	€ 2.589.976
n. azioni	30.000
VALORE DELLA AZIONE	€ 86,33

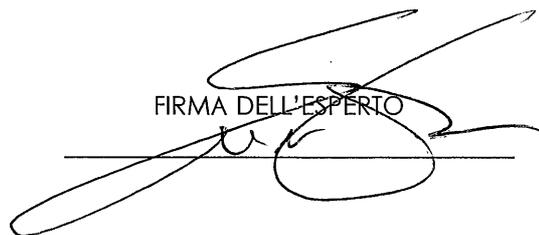
43

Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore economico del capitale della **MULTISS S.P.A.** è stimato in **€ 2.589.976**.

La valutazione si riferisce al 31/12/2021; successivamente a tale data il sottoscritto ha potuto constatare che non sono intervenuti fatti o eventi interni o esterni all'impresa che inducano a modificare le conclusioni cui si è pervenuto.

Data, 28/04/2022

FIRMA DELL'ESPERTO



Repertorio numero 26.547

L'anno duemilaventidue il giorno ventotto del mese di aprile, in Cagliari via Ancona civico 5, avanti il sottoscritto dr. Roberto Onano, Notaio in Cagliari è personalmente comparso il **dr. Enrico Gaia**, nato a Cagliari il giorno 21 maggio 1967, ivi residente alla via Cavalcanti n.13, con studio in Cagliari via Carloforte n.60, codice fiscale GAI NRC 67E21 B354I, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili di Cagliari – sezione A, al numero 399, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali al numero 80484, il quale chiede di voler asseverare con giuramento la perizia che precede.

Il **dr. Enrico Gaia** presta giuramento ripetendo, preve le ammonizioni di rito, la formula "GIURO DI AVERE BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO ALLE FUNZIONI AFFIDATEMI AL SOLO SCOPO DI FAR CONOSCERE LA VERITA' "

Il **dr. Enrico Gaia** dichiara altresì di non avere null'altro da aggiungere o modificare.

Letto, confermato e sottoscritto.




(5)